



VYSOKÁ ŠKOLA BÁŇSKÁ – TECHNICKÁ UNIVERZITA OSTRAVA

EKONOMICKÁ FAKULTA

KATEDRA FINANČÍ

Ocenění společnosti vybranými metodami

Valuation of the company by selected methods

Student: Bc. Daniela Bazgerová

Vedoucí diplomové práce: prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová

Ostrava 2011

VŠB - Technická univerzita Ostrava  
Ekonomická fakulta  
Katedra financí

## Zadání diplomové práce

Student: **Bc. Daniela Bazgerová**  
Studijní program: **N6202 Hospodářská politika a správa**  
Studijní obor: **6202T010 Finance**  
Specializace: **00 Finance**  
Téma: **Ocenění společnosti vybranými metodami**  
**Valuation of the company by selected methods**

Zásady pro vypracování:

1. Úvod
  2. Teoretická východiska oceňování podniku
  3. Strategická a finanční analýza podniku
  4. Ocenění společnosti a komparace výsledků
  5. Závěr
- Seznam použité literatury  
Seznam zkratk  
Prohlášení o využití výsledků diplomové práce  
Přílohy

Seznam doporučené odborné literatury:

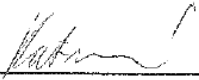
ARZAC, E. *Valuation for Mergers, Buyouts and Restructuring*. 1st ed. New York: John Wiley & Sons, 2005. 281 s. ISBN 0-471-64444-7.  
DLUHOŠOVÁ, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2008. 192 s. ISBN 80-86929-44-6.  
MAŘÍK, M. *Metody oceňování podniku: proces ocenění - základní metody a postupy*. 2. vyd. Praha: Ekopress, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.

Formální náležitosti a rozsah diplomové práce stanoví pokyny pro vypracování zveřejněné na webových stránkách fakulty.


Vedoucí diplomové práce: **prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová**

Datum zadání: **26.11.2010**

Datum odevzdání: **29.04.2011**

  
Ing. Ivetta Ratmanová, Ph.D.  
vedoucí katedry



  
prof. Dr. Ing. Dana Dluhošová  
děkanka fakulty

## **Prohlášení**

„Místopřísežně prohlašuji, že jsem celou diplomovou práci, včetně příloh vypracovala samostatně. Přílohy č. 1 - 6, dané mi k dispozici, jsem samostatně doplnila.“

V Ostravě dne .....

.....

vlastnoruční podpis autora

# OBSAH

<b>1 ÚVOD.....</b>	<b>1</b>
<b>2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU .....</b>	<b>3</b>
<b>2. 1 Vymezení pojmů .....</b>	<b>3</b>
2. 1. 1 Podnik jako předmět ocenění .....	3
2. 1. 2 Vymezení kategorií hodnoty .....	4
2. 1. 3 Důvody ocenění podniku .....	7
<b>2. 2 Postup při ocenění podniku.....</b>	<b>7</b>
2. 2. 1 Sběr vstupních dat .....	7
2. 2. 2 Strategická analýza.....	8
2. 2. 3 Finanční analýza.....	9
2. 2. 4 Finanční plán .....	18
2. 2. 5 Stanovení nákladů na kapitál .....	19
2. 2. 6 Přehled metod ocenění podniku .....	23
2. 2. 7 Fázové metody.....	28
2. 2. 8 Vymezení volných peněžních toků .....	31
2. 2. 9 Metoda ekonomické přidané hodnoty .....	32
2. 2. 10 Analýza citlivosti.....	37
<b>3 STRATEGICKÁ A FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU .....</b>	<b>39</b>
<b>3. 1 Charakteristika a popis společnosti .....</b>	<b>39</b>
3. 1. 1 Základní informace o společnosti .....	39
3. 1. 2 Struktura vlastníků .....	42
3. 1. 3 Personální politika.....	42
3. 1. 4 Struktura tržeb společnosti .....	43
<b>3. 2 Strategická analýza .....</b>	<b>45</b>
3. 2. 1 Analýza makroprostředí.....	45
3. 2. 2 Analýza mikroprostředí .....	51
<b>3. 3 Finanční analýza .....</b>	<b>53</b>
3. 3. 1 Analýza účetních výkazů .....	54
3. 3. 2 Poměrová analýza .....	61
<b>3. 4 SWOT analýza .....</b>	<b>68</b>

<b>4 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI A KOMPARACE VÝSLEDKŮ .....</b>	<b>70</b>
<b>4. 1 Dlouhodobý finanční plán .....</b>	<b>70</b>
4. 1. 1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty .....	70
4. 1. 2 Plánovaná rozvaha.....	73
<b>4. 2 Stanovení nákladů kapitálu .....</b>	<b>77</b>
<b>4. 3 Ocenění podniku metou DCF-entity.....</b>	<b>79</b>
4. 3. 1 Stanovení celkové hodnoty podniku metodou DCF-entity .....	79
4. 3. 2 Analýza citlivosti metody DCF-entity .....	80
<b>4. 4 Ocenění podniku metou EVA-entity.....</b>	<b>82</b>
4. 4. 1 Stanovení celkové hodnoty podniku metodou EVA-entity .....	82
4. 4. 2 Analýza citlivosti metody EVA-entity.....	85
<b>4. 5 Zhodnocení a komparace výsledků.....</b>	<b>86</b>
<b>5 ZÁVĚR .....</b>	<b>89</b>
<b>Seznam použité literatury .....</b>	<b>91</b>
<b>Seznam zkratk a symbolů</b>	
<b>Prohlášení o využití výsledků diplomové práce</b>	
<b>Seznam příloh</b>	

# 1 ÚVOD

Oblast oceňování v podmínkách České republiky existuje už několik desítek let. Na významu však tato oblast nabyla až na počátku 90. let minulého století v souvislosti s transformací ekonomiky. S pádem komunistického režimu došlo k transformaci vlastnických vztahů a díky tomu se začalo upouštět od přístupu účetních a do popředí se dostaly přístupy tržní. Na základě potřeb potenciálních investorů a věřitelů při privatizaci státních podniků nabyla tržní hodnota společnosti na významu. Do té doby nebyla v české ekonomice teorie oceňování dostatečně upravena.

Po ukončení transformace problematika oceňování neztratila na významu, spíše naopak. V současnosti se oblast oceňování řadí k podstatným oblastem finančního řízení firem, neboť neustále dochází k ovlivňování podnikové sféry, např. prostřednictvím globalizačních trendů, zvyšující se konkurencí či díky akvizicím a fúzím. Podnikatelské subjekty musí být neustále ve střehu a přizpůsobovat se aktuální situaci.

Stanovení hodnoty společnosti patří mezi důležité manažerské nástroje, neboť výsledek ocenění může sloužit k řízení firmy a ke strategickým rozhodnutím managementu. Je třeba si uvědomit, že na výslednou hodnotu mají vliv nejen rozsah a kvalita dostupných údajů, zvolený časový horizont a vybraná metoda, ale především stanovení účelu, za kterým je oceňování prováděno, neboť na základě toho je vybrána metoda, kterou bude ocenění stanoveno.

Cílem diplomové práce je stanovení tržní hodnoty společnosti Meopta – optika, s.r.o. k 1. 1. 2010 s využitím vybraných dvoufázových výnosových metod, kterými jsou DCF-entity a EVA-entity. Ocenění bude provedeno na základě subjektivního ocenění pro potřeby případného prodeje podniku.

Práce bude rozčleněna do tří logicky na sebe navazujících částí. První část práce bude zaměřena na vymezení teoretických východisek oceňování podniku. Budou zde přiblíženy obecné základy a pojmy při stanovování hodnoty společnosti. Dále zde bude teoreticky rozebrán postup ocenění, zejména strategická a finanční analýza, sestavení finančního plánu, stanovení nákladů na kapitál a také přehled jednotlivých metod ocenění.

V rámci druhé části práce bude nejprve identifikována oceňovaná společnost Meopta – optika, s.r.o. Poté bude provedena strategická a finanční analýza, ze kterých se na závěr kapitoly sestaví SWOT analýza, která bude charakterizovat silné a slabé stránky, příležitosti a ohrožení podniku.

Poslední kapitola bude věnována aplikaci vybraných výnosových metod na společnost Meoptu – optiku, s.r.o. Ocenění celkového kapitálu podniku bude provedeno metodou DCF-entity a EVA-entity na dvoufázovém principu. U obou metod bude vypracována analýza citlivosti na změnu vybraných parametrů v druhé fázi. V závěru této kapitoly bude provedena komparace a zhodnocení výsledků.



## 2 TEORETICKÁ VÝCHODISKA OCEŇOVÁNÍ PODNIKU

Jednou z významných oblastí finančního řízení firem je oblast oceňování podniku. Ocenění podává informace o hodnotě společnosti, jenž je nezbytná pro taktické řízení podniku a pro mnoho dalších strategických rozhodnutí managementu. Stanovení hodnoty podniku se provádí z mnoha důvodů, jimiž jsou například změna právní formy obchodní společnosti, koupě či prodej, sloučení či splynutí podniku, vklad do nově založené obchodní společnosti, uvedení podniku na burzu, ale také snaží-li se firma o získání úvěru.

### 2. 1 Vymezení pojmů

Před samotným oceněním podniku je nutné, aby se oceňovatel seznámil s tím, co se rozumí pod samotným pojmem podnik, co je to hodnota podniku a také jaké se rozlišují základní kategorie a hladiny, na kterých může být podnik oceňován. Všechny tyto pojmy jsou důležité pro výběr jednotlivých metod ocenění.

#### 2. 1. 1 Podnik jako předmět ocenění

Pojem podnik je v literatuře vymezován různě. Pro oceňovatele má však největší význam definice uvedená v obchodním zákoníku, který v § 5 uvádí, že: „*Podnikem se pro účely tohoto zákona rozumí soubor hmotných, jakož i osobních a nehmotných složek podnikání. K podniku náleží věci, práva a jiné majetkové hodnoty, které patří podnikateli a slouží k provozování podniku nebo vzhledem k své povaze mají tomuto účelu sloužit.*“<sup>1</sup> Společnost se tedy oceňuje nikoliv jako právní subjekt, ale jako věc hromadná, která je tvořena souhrnem věcí, práv a jinými majetkovými hodnotami.

Z ekonomického hlediska je na podnik nutno pohlížet jako na funkční celek. Hlavní funkci podniku lze nalézt v obchodním zákoníku, kde § 2 říká, že: „*Podnikáním se rozumí soustavná činnost prováděná samostatně podnikatelem vlastním jménem a na vlastní odpovědnost za účelem dosažení zisku*“.<sup>2</sup> Z toho plyne, že podnik lze nazvat podnikem jen

---

<sup>1</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 5, odst. 1.

<sup>2</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 2, odst. 1.

tehdy, je-li plněn základní účel, tj. dosahování zisku. Z této podstaty vychází především výnosové metody oceňování.

### 2. 1. 2 Vymezení kategorií hodnoty

Podnik lze ocenit pomocí dvou základních hodnot, tj. brutto či netto. **Hodnota podniku brutto** znamená ocenění společnosti jako celku, tedy hodnota jak pro vlastníky, tak pro věřitele. Naopak **hodnota podniku netto** vyjadřuje ocenění vlastního kapitálu, což je stanovení hodnoty pouze pro vlastníky.

Obě hodnoty taktéž definuje obchodní zákoník. Brutto hodnota je označována jako obchodní majetek a je definována v § 6. „*Obchodním majetkem podnikatele, který je fyzickou osobou, se pro účely tohoto zákona rozumí majetek (věci, pohledávky a jiná práva a penězi ocenitelné jiné hodnoty), který patří podnikateli a slouží nebo je určen k jeho podnikání. Obchodním majetkem podnikatele, který je právnickou osobou, se rozumí veškerý jeho majetek.*“<sup>3</sup> V obchodním zákoníku vedle obchodního majetku je definováno také obchodní jmění, kterým se rozumí soubor veškerého majetku a závazků.

Netto hodnota je v obchodním zákoníku označována jako čistý obchodní majetek a lze ji nalézt v § 6, který říká, že: „*Čistým obchodním majetkem je obchodní majetek po odečtení závazků vzniklých podnikateli v souvislosti s podnikáním, je-li fyzickou osobou, nebo veškerých závazků, je-li právnickou osobou.*“<sup>4</sup>

V rámci oceňování je dále důležité rozlišovat pojem cena podniku a hodnota podniku. **Cena** neboli kupní cena podniku, je konkrétní částka, která byla sjednána při nákupu a prodeji společnosti v daném čase na daném místě. Působí na ni celá řada faktorů, například faktory psychologické, což mohou být kupříkladu osobní vztahy mezi prodávajícím a kupujícím, časová tíseň koupě či obratnost při vyjednávání kupní ceny. Cena tedy může a nemusí mít vztah k hodnotě podniku. **Hodnota** bývá ztotožňována s tržní hodnotou, a na rozdíl od ceny není skutečností, ale pouze odhadem ohodnocení zboží a služeb v daném čase. Jde tedy o odhad pravděpodobné ceny, která by měla být za společnost zaplacená. Lze ji vyjádřit pouze k určitému časovému okamžiku, neboť se mění v závislosti na vývoji budoucích užitků.

---

<sup>3</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 6, odst. 1.

<sup>4</sup> Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník, § 6, odst. 3.

Z pohledu koho a z jakého důvodu podnik oceňujeme, rozlišujeme čtyři základní kategorie hodnoty, tj. hodnota tržní, subjektivní, objektivizovaná a komplexní přístup na základě Kolínské školy.

První kategorií hodnoty je **tržní hodnota**, u níž se předpokládá, že existuje trh, na němž se obchoduje s podniky, popřípadě s podíly na vlastním kapitálu podniků. Na tomto trhu existuje několik prodávajících a několik kupujících, čímž vznikají podmínky pro utváření tržní ceny. Předmětem odhadu je tedy tržní hodnota, která se snaží najít tuto potenciální tržní cenu. Definici tržní hodnoty lze považovat za jádro Mezinárodních oceňovacích standardů (IVS - International Valuation Standards), které ji definují takto: „Tržní hodnota je odhadnutá částka, za kterou by měl být majetek směněn k datu ocenění mezi koupěchtivým kupujícím a prodejchtivým prodávajícím při transakci mezi samostatnými a nezávislými partnery po náležitém marketingu, ve které by obě strany jednaly informovaně, rozumně a bez nátlaku.“<sup>5</sup> Tato metoda není v praxi příliš využívána, neboť má několik nedostatků. Například je-li trh nějakým způsobem omezený, znalec musí doplnit chybějící údaje trhu svými vlastními odbornými odhady, což může zkreslovat výslednou hodnotu ocenění. Tržní hodnota tedy není jednoznačná ani objektivní. Dalším nedostatkem je, že tuto hodnotu mohou využít pouze velké firmy, které obchodují se svými akcemi na veřejných kapitálových trzích. Tržní hodnotu je tedy vhodné použít zejména při ocenění podniku, při uvádění společnosti na burzu nebo při prodeji, jestliže není znám konkrétní kupující.

**Subjektivní hodnota** odráží pohled na podnik jako jedinečný celek. Hlavní roli, zde hraje individuální názor účastníků transakce, tudíž hodnota je určena dle konkrétního užitku z majetku pro konkrétního kupujícího a prodávajícího. Definice subjektivní hodnoty je taktéž zakotvena v Mezinárodních oceňovacích standardech, kde je označována jako investiční hodnota a definována je následovně: „Investiční hodnota je hodnota majetku pro konkrétního investora nebo třídu investorů pro stanovené investiční cíle. Tento subjektivní pojem spojuje specifický majetek se specifickým investorem nebo skupinou investorů, kteří mají určité investiční cíle a/nebo kritéria. Investiční hodnota majetkového aktiva může být vyšší nebo

---

<sup>5</sup> Mařík, M. a kolektiv: Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 22.

*nižší než tržní hodnota tohoto majetkového aktiva.*<sup>6</sup> Ocenění subjektivní hodnotou je vhodné použít při ocenění pro konkrétní subjekt, například při rozhodování mezi sanací a likvidací podniku nebo při rozhodování, zda je výhodné daný podnik prodat či koupit.

Z této koncepce vychází i tzv. **Kolínská škola**, která zastává názor, že ocenění se má modifikovat dle obecných funkcí. Základní funkce oceňování se liší podle konečných uživatelů oceňování. Těmito funkcemi jsou funkce poradenská, rozhodčí, argumentační, komunikační a daňová. Nejdůležitější je funkce poradenská, která poskytuje účastníkům prodeje informace o maximální ceně, tj. cena kterou ještě může kupující zaplatit, aniž by na koupi neprodělal a minimální ceně, tj. cena kterou ještě může prodávající přijmout, aniž by na prodeji nevydělal. Další je funkce rozhodčí, což je výkon funkce rozhodčího, který by měl nalézt spravedlivou hodnotu v rámci odhadnutého rozpětí. Funkce argumentační je spjata s hledáním argumentů oceňovatele, které by měly vést ke zlepšení pozice dané strany a sloužit tak jako podklad pro vyjednávání. Cílem komunikační funkce by mělo být nalezení podkladů pro dorozumívání se s veřejností, především s investory a bankami. Poslední je funkce daňová, která by měla poskytovat podklady pro daňové účely. Komplexní přístup se využívá především při transformacích společností, ale lze jej využít například i v případě prodeje podniku.

**Objektivizovaná hodnota** je hodnota, kterou určují profesionálové, tedy způsobilí znalci a odhadci. Definicí této hodnoty zachycuje německý oceňovací standard *IDW S1*, který zní: „*Objektivizovaná hodnota představuje typizovanou a jinými subjekty přezkoumatelnou výnosovou hodnotu, která je stanovena z pohledu tuzemské osoby – vlastníka (nebo skupiny vlastníků), neomezeně podléhající daním, přičemž tato hodnota je stanovena za předpokladu, že podnik bude pokračovat v nezměněném konceptu, při využití realistických očekávání v rámci tržních možností, rizik a dalších vlivů působících na hodnotu podniku*“.<sup>7</sup> Aby tato hodnota byla nezpochybnitelná, mělo by se při jejím stanovování vycházet z všeobecně uznávaných dat a měly by být dodržovány určité zásady a požadavky, například zásada

---

<sup>6</sup> Mařík, M. a kolektiv: *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 26.

<sup>7</sup> Mařík, M. a kolektiv: *Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy*. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 27.

udržování substancí, rozčleňování majetku podniku na potřebný a nepotřebný či pracování s volným ziskem. Objektivizovaná hodnota je okamžikové ocenění, nelze do ní tedy zahrnovat změny uskutečněné v budoucnosti. Použitá metoda by měla být jasná, jednoznačná a neměla by se v průběhu oceňování měnit. Objektivizovanou hodnotu je vhodné použít při prodeji podniku konkrétní osobě, či při žádosti o poskytnutí úvěru nebo také při zjišťování současné reálné bonity podniku.

### 2. 1. 3 Důvody ocenění podniku

Ocenění lze definovat jako službu, kterou si zákazník objednává, neboť mu tato služba přináší jistý užitek. Tento užitek se liší podle potřeb a cílů zákazníka. Podměty mohou být různé, důvody pro ocenění se nejčastěji dělí v souvislosti, zda dochází k vlastnickým změnám v podniku či nikoliv. Ocenění **související s vlastnickými změnami** se provádí především při plánovaném prodeji či koupi podniku, nebo chystá-li se vlastník vložit nepeněžitý vklad do obchodní společnosti a v neposlední řadě také v souvislosti s chystanou fúzí, rozdělením či převzetím společnosti. Případy ocenění, kdy **nedochází k vlastnickým změnám**, jsou především ocenění při změně právní formy společnosti, při žádání věřitele o poskytnutí úvěru nebo při rozhodování o sanaci podniku. Dalšími důvody pro ocenění podniku mohou být například uvedení společnosti na burzu, restrukturalizace podniku za účelem zvýšení jeho hodnoty nebo zjišťování současné reálné bonity.

Vždy při každém ocenění musí být jasně stanoveno, z jakého důvodu ocenění vzniká, o jakou kategorii hodnoty se jedná a zda bude určena brutto či netto hodnota podniku.

## 2. 2 Postup při ocenění podniku

Přesný postup oceňování se stanoví podle konkrétního důvodu ocenění a také na základě zvolené hodnoty, která má být výsledkem ocenění. Obecně se však nejčastěji využívá následující postup, který se skládá ze čtyř základních kroků. Nejprve se provede sběr vstupních dat, ze kterých se vypracuje strategická a finanční analýza, následuje sestavení finančního plánu a za poslední krok se považuje samotné ocenění.

### 2. 2. 1 Sběr vstupních dat

Při oceňování podniku je zapotřebí nasbírat dostatek důležitých informačních vstupů, které se týkají podniku samotného, ale také prostředí, ve kterém se společnost nachází či informace o vývoji makroekonomických veličin. Při poskytování dat je důležitá úzká

spolupráce mezi podnikem a oceňovatelem. Oceňovatel musí získat základní data o společnosti, tj. název, právní forma, předmět podnikání, rozdělení majetkových podílů, apod. Dále jsou důležitá ekonomická data, která jsou obsažena v účetních výkazech, výročních zprávách či zprávách auditorů. Dalšími potřebnými daty jsou informace a prognózy o relevantním trhu, konkurenční struktuře, výrobě, dodavatelích, zaměstnancích, odbytu, marketingu, apod.

### 2. 2. 2 Strategická analýza

Mezi nezbytnou část ocenění podniku patří strategická analýza. Hlavním účelem této analýzy je vymezení celkový výnosový potenciál oceňování podniku, který závisí především na vnitřním a vnějším potenciálu firmy. Součástí strategické analýzy je analýza makroprostředí a mikroprostředí, z nichž se potom může sestavit SWOT analýza, která jasně definuje silné a slabé stránky, příležitosti a hroby podniku.

Vývoj **makroprostředí podniku** má podstatný vliv na výnosnost dané společnosti. Z tohoto důvodu je nutné posoudit vývoj podmínek, ve kterých podnik působil v minulosti, funguje v současnosti a vytvořit odhad vývoje těchto podmínek i do budoucna. Makroprostředí podniku tvoří především prostředí ekonomické, politické, technologické a sociální. Důležité není sledovat jednotlivá prostředí zvlášť, ale makroprostředí dohromady jako jeden ze subsystému celkového prostředí. Mezi základní ukazatele, které jsou nejčastěji analyzovány, patří tempo růstu hrubého domácího produktu, fiskální politika státu, vývoj úrokových sazeb, devizových kurzů, inflace, nezaměstnanosti, peněžní nabídky, ekonomické a politické šoky, vývoj legislativy, apod.

Důležitou součástí strategické analýzy je rovněž analýza **mikroprostředí podniku**. Každý podnik spadá do určitého odvětví<sup>8</sup>, tato klasifikace je velmi důležitá, neboť identifikuje základní znaky vývoje podniku a jeho odvětví. K základním charakteristikám odvětví by mělo patřit určení citlivosti podniku na změny hospodářského cyklu, tj. cyklická, neutrální a anticyklická odvětví. Identifikace fáze hospodářského cyklu a charakteru odvětví napomáhá k prognóze výnosových měr ve spojení s rizikem, které je závislé na dané fázi hospodářského

---

<sup>8</sup> Od 1. ledna 2008 byla opuštěna Odvětvová klasifikace ekonomických činností (OKEČ) a byla nahrazena Klasifikací ekonomických činností (CZ-NACE), která je v souladu s mezinárodními statistickými klasifikacemi ekonomických činností a EU.

cyklu. Dalším odvětvovou charakteristikou je způsob vládní regulace, zda existují regulované ceny, bariéry vstupu do odvětví díky vládním licencím apod. Neméně důležitá je také analýza struktury odvětví, která identifikuje potenciální a stávající konkurenci, kvalitu dodavatelů a odběratelů, potenciál v zaměstnancích, možnost nových výrobků a služeb. Všechny výše uvedené faktory působí na výnosnost podniku, a tudíž mají také vliv na ocenění společnosti.

Po rozboru a hodnocení aktuálního stavu firmy (mikroprostředí) a současné situace okolí podniku (makroprostředí) lze sestavit **SWOT analýzu**. Tato analýza je nástroj strategického plánování, který hodnotí silné (*Strengths*), slabé (*Weaknesses*) stránky společnosti, hrozby (*Threats*) a příležitosti (*Opportunities*), které jsou spojené s podnikatelským prostředím. V mikroprostředí by měly být nalezeny a hodnoceny silné a slabé stránky firmy, neboť toto prostředí je tvořeno konkrétní společností. V makroekonomickém prostředí se naopak hledají a klasifikují příležitosti a hrozby pro firmu. SWOT analýza je součástí dlouhodobého plánování společnosti, neboť díky ní lze komplexně vyhodnotit fungování firmy, nalézt problémy nebo nové možnosti růstu společnosti.

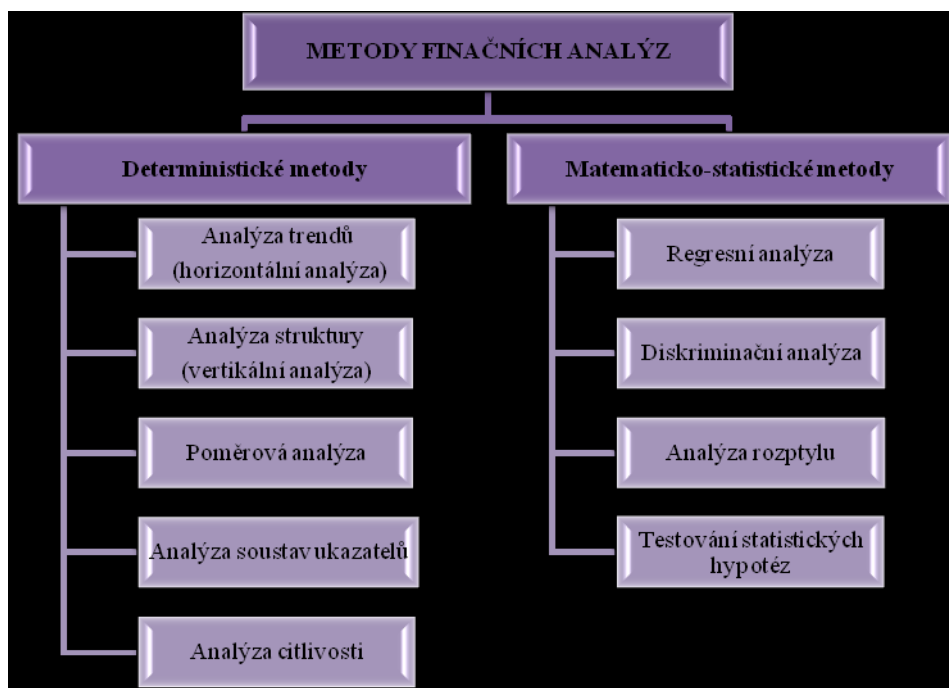
### 2. 2. 3 Finanční analýza

Významnou oblastí finančního řízení firmy je finanční analýza, která posuzuje úroveň finanční situace podniku. Tato analýza je úzce spojena s účetnictvím, neboť vychází ze základních účetních výkazů, tj. rozvaha, výkazu zisku a ztráty a přehledu o peněžních tocích. Finanční analýza může vycházet také z dalších informací a dat, jimiž jsou výkazy vnitropodnikového účetnictví či jiné finanční i nefinanční informace, například prognózy finančních analytiků a vedení firmy či statistiky odbytu, zaměstnanosti, atd. Na základě provedené finanční analýzy lze vytvořit základ pro finanční plán, ze kterého je následně možné vyvodit výnosovou hodnotu společnosti. Pro hodnocení finančního zdraví společnosti se zjišťuje finanční situace podniku k datu ocenění, její historický vývoj, ale také co lze očekávat v blízké budoucnosti. Díky finanční analýze lze z minulého vývoje vytěžit co nejvíce poznatků a použít je pro plánování hlavních finančních veličin. Přesnost finanční analýzy a ocenění se odvíjí od správnosti, průkaznosti a úplnosti čísel v účetních výkazech, neboť i oceňovatel se ve většině případů spoléhá na závěry ověřené auditorem.

V rámci finanční analýzy existuje celá řada metod. Základními využívanými technikami jsou metody deterministické, které se využívají především pro analýzu vývoje a odchylek pro menší počet období, ale také metody matematicko-statistické, které naopak

vycházejí z delších časových řad a slouží k posouzení determinantů a faktorů vývoje či k určení kauzálních vazeb a závislostí. Základní členění metod finanční analýzy uvádí následující obrázek.

Obrázek 2. 1: Členění metod finanční analýzy



Zdroj: Dluhošová, D. *Finanční řízení a rozhodování podniku*, 2008, str. 70.

Za základ finanční analýzy se považuje poměrová analýza, která spočívá v poměru jednoho či více údajů k jiné položce nebo skupině položek z účetních výkazů. Poměrová analýza by měla být doplněna horizontální a vertikální analýzou, které rozšíří pohled na finanční situaci podniku. Pro účely práce budou v další části popsány právě horizontální, vertikální a poměrová analýza.

**Horizontální analýza** neboli analýza trendů sleduje vývoj dané veličiny v čase jak v absolutním, tak v relativním vyjádření. Rozbor horizontální struktury účetních výkazů vede v absolutním vyjádření ke zjištění, o kolik jednotek daná položka vzrostla či klesla. V relativním vyjádření nám naopak udává, o kolik % se daná položka za sledované období změnila. Rozbor dat může být zpracován meziročně nebo i za několik účetních období dohromady. Časové řady by měly být dostatečně dlouhé, aby nedocházelo k nepřesnostem z hlediska interpretace výsledků. Aby nedošlo k nesprávné interpretaci, je třeba brát v potaz také změny a vývoj specifických ekonomických podmínek, jako jsou například daňové



změny, mezinárodní vlivy, apod. Pomocí horizontální analýzy se absolutní (*AZ*) a relativní změna (*RZ*) ukazatele vypočtou pomocí vzorců

$$AZ = U_t - U_{t-1} = \Delta U_t, \quad (2.1)$$

$$RZ = \frac{U_t - U_{t-1}}{U_{t-1}} = \frac{\Delta U_t}{U_{t-1}}, \quad (2.2)$$

kde  $U_t$  je hodnota ukazatele,  $t$  je běžný rok a  $t-1$  je rok předchozí.

**Vertikální analýza** nazývaná též analýzou struktury slouží k posouzení, jak se jednotlivé majetkové části podílely na celkové bilanční sumě, tzn. na celkových aktivech a pasivech. Za základ se považuje 100% částka aktiv (pasiv) celkem a ostatní položky se vyjadřují ve vztahu k této základně. Obecný vzorec pro výpočet má tvar

$$\text{podíl na celku} = \frac{U_i}{\sum U_i}, \quad (2.3)$$

kde  $U_i$  je hodnota dílčího ukazatele a  $\sum U_i$  je velikost absolutního ukazatele.

Výhodou této metody je, že lze porovnávat i výkazy v rámci vnitropodnikových útvarů nebo naopak celého oboru jako celku. Nevýhodou však je, že vertikální analýza neidentifikuje příčiny změn absolutní základny, která se v čase mění a nebo také, že srovnávané údaje mohou být obsahově nesrovnatelné.

K nejdůležitějším a v praxi nejpoužívanějším metodám finanční analýzy patří **poměrová analýza**. Smyslem této analýzy je rozbor vybraných poměrových ukazatelů. Tyto ukazatele potom tvoří určitou soustavu, která může obsahovat i několik desítek indikátorů. Podle způsobu sestavení soustavy se rozlišuje paralelní soustava a pyramidová soustava ukazatelů. Hlavním rozdílem je, že paralelní soustava je tvořena skupinami ukazatelů, a to podle příbuznosti a interpretace. Naopak pro pyramidovou soustavu ukazatelů je typické, že je zvolen jeden základní syntetický ukazatel, který je dále rozložen do dílčích vysvětlujících ukazatelů. Základem je existence funkčních závislostí ve formě matematických rovnic mezi jednotlivými ukazateli soustavy, a díky tomu lze kvantitativně ohodnotit vliv těchto dílčích ukazatelů na syntetický ukazatel. Za syntetický ukazatel se zvolí takový, který má pro danou položku rozhodující vypovídací schopnost a lze tuto závislost vyjádřit matematickou rovnicí.

Finanční situace podniku je posuzována pomocí srovnávání určité soustavy poměrových ukazatelů. Toto srovnání je prováděno vůči normě, v prostoru či v čase.

Srovnávání vzhledem k normě je srovnání jednotlivých ukazatelů s plánovanými hodnotami, které mohou být vyjádřeny jako maximální, minimální, průměrné, apod. Srovnání ukazatelů v prostoru neboli tzv. mezipodnikové srovnání je dáno srovnáním ukazatelů dané firmy se stejnými ukazateli jiných firem v určitém časovém období. Důležitou podmínkou je, aby podniky byly srovnatelné, ať už z pohledu času, oboru či legislativy. Srovnání ukazatelů lze provést také v čase, což znamená dynamické hodnocení vývoje ukazatelů v určitém počtu navazujících časových období. Důležitou podmínkou opět je srovnatelnost, a to z hlediska postupů účtování, způsobu oceňování a odepisování, způsobu zdanění, apod.

Existuje celá řada poměrových ukazatelů, které analyzují základní oblasti finančního zdraví podniku. Výběr a konstrukce ukazatelů je závislá na tom, čeho se chce analýzou dosáhnout. Vybrané ukazatele musí být závislé na zkoumaném problému nebo prováděném rozhodnutí a neméně důležitá je jejich vypovídací schopnost a samotné hodnocení. V paralelní soustavě ukazatelů jsou poměrové ukazatele tříděny do základních oblastí ukazatelů finanční analýzy, kdy všechny oblasti jsou si rovny. Těmito oblastmi jsou ukazatele rentability, likvidity, aktivity, finanční stability a zadluženosti a ukazatele kapitálového trhu.

### **Ukazatele rentability**

Ukazatele výnosnosti neboli rentability poměřují zisk získaný podnikatelskou činností k určitému vstupu, jako jsou celková aktiva, kapitál, či tržby. Klíčovým ukazatelem je **rentabilita aktiv** (*ROA – Return on Assets*), neboť poměřuje zisk společnosti s celkovými aktivy investovanými do společnosti bez ohledu na to, zda byla aktiva financována z vlastního nebo cizího kapitálu. Rentabilita aktiv neboli produkční síla měří, jaký efekt připadá na jednotku majetku zapojeného do podnikatelské činnosti. Pro podnik je dobré, když ukazatel roste. Rentabilitu aktiv lze vypočítat jako

$$ROA = \frac{EBIT}{A}, \quad (2.4)$$

kde *EBIT* je zisk před úroky a daněmi a *A* jsou celková aktiva z rozvahy.

Dalším ukazatelem je **rentabilita vlastního kapitálu** (*ROE – Return on Equity*), která vyjadřuje celkovou výnosnost vlastních zdrojů. Tento ukazatel je významný zejména pro akcionáře, společníky a další investory, neboť vyjadřuje, kolik čistého zisku připadá na jednu korunu investovaného kapitálu akcionářem. Pro majitele společnosti je žádoucí, aby výše

ukazatele v čase rostla. Rentabilita vlastního kapitálu je ovlivněna rentabilitou celkového kapitálu a úrokovou mírou kapitálu cizího. Ukazatel má tvar

$$ROE = \frac{EAT}{VK}, \quad (2. 5)$$

kde *EAT* je čistý zisk a *VK* je vlastní kapitál.

Mezi významné ukazatele rentability patří také **rentabilita dlouhodobých zdrojů** (*ROCE – Return on Capital Employed*), která vyjadřuje dosažený efekt z dlouhodobých investic. Tento ukazatel vyjadřuje, kolik provozního výsledku hospodaření se podařilo vytvořit z jedné koruny investované akcionáři a věřiteli. *ROCE* měří všeobecnou efektivnost vloženého kapitálu, tedy bez ohledu na to, z jakých zdrojů kapitál pochází. Ukazatel by měl mít v čase rostoucí trend a lze ho vypočíst jako

$$ROCE = \frac{EBIT}{VK + dl. D}, \quad (2. 6)$$

kde *EBIT* je zisk před úroky a daněmi, *VK* je vlastní kapitál, *dl. D* jsou dlouhodobé dluhy.

### **Ukazatele likvidity**

Likviditu podniku lze obecně chápat jako jeho schopnost hradit své závazky včas a mít dostatek prostředků k provedení potřebných plateb. Ukazatele likvidity poměřují výši splatných závazků a oběžná aktiva, ze kterých je možné tento závazek splatit. Z toho plyne, že aby podnik byl likvidní, musí mít vázány určité prostředky v oběžných aktivech. Snižování likvidity vede k zvyšování rentability. Ovšem podnik s velmi nízkou likviditou se může dostat do platební neschopnosti, proto je velmi důležité najít kompromis mezi těmito ukazateli.

Prvním ukazatelem je **celková likvidita** (*Current Ratio*), nazývaná též jako běžná likvidita, která měří kolikrát je firma schopna splatit své závazky. Celková likvidita říká, kolikrát oběžná aktiva pokrývají krátkodobé závazky podniku, a doporučená hodnota by se měla pohybovat v rozmezí od 1,5 do 2,5. Ukazatel má tvar

$$celková\ likvidita = \frac{OA}{KZ}, \quad (2. 7)$$

kde *OA* jsou oběžná aktiva a *KZ* jsou krátkodobé závazky.

Nevýhodou celkové likvidity je, že počítá se všemi oběžnými aktivy, bez ohledu na jejich stupeň likvidity. Je zřejmé, že nemůže být vždy zajištěna stejná rychlost přeměny u všech aktiv na peněžní prostředky, například část zásob společnosti může být už pro výrobu

nepoužitelná, ale zároveň obtížně prodejná. To se snaží řešit ukazatel **pohotové likvidity** (*Quick Ratio – Acid Test Ratio*), který ze svého výpočtu vyřazuje právě zásoby a zahrnuje do něj pouze pohotové prostředky. Mezi pohotové prostředky se řadí pokladní hotovost, peníze na bankovních účtech, pohledávky, obchodovatelné cenné papíry, apod. Pohotová likvida bývá označována také jako likvidita 2. stupně a říká, kolikrát pokrývají oběžná aktiva vyjma zásob krátkodobé závazky podniku. Optimální výše tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí 1,0 až 1,5. Pohotovou likviditu lze vypočítat jako

$$\text{pohotová likvidita} = \frac{OA - \text{zásoby}}{KZ}, \quad (2.8)$$

kde *OA* jsou oběžná aktiva a *KZ* představuje krátkodobé závazky.

Z krátkodobého hlediska je významný ukazatel **okamžité likvidity** (*Cash Ratio*), který bývá označován jako likvidita 1. stupně. Do tohoto ukazatele vstupují pouze ty nejlikvidnější složky oběžných aktiv, jako jsou peníze na účtech, peníze v hotovosti a šeky. Likvidita podniku je zaručena při hodnotě 0,2 a ukazatel má tvar

$$\text{okamžitá likvidita} = \frac{PPP}{KZ}, \quad (2.9)$$

kde *PPP* zastupují pohotové platební prostředky a *KZ* jsou krátkodobé závazky.

### Ukazatele aktivity

Tyto ukazatelé jsou využívány pro řízení jednotlivých položek aktiv. Informuje management o tom, jak využívá své jednotlivé majetkové části, zda disponuje kapacitami, které doposud nejsou hodně využívány, nebo naopak zda rychlost obratu není příliš vysoká. Rozlišují se dva typy ukazatelů aktivity. První je tzv. rychlost obratu, která udává počet obrátek aktiv za určité období, zpravidla jeden rok. Za druhý typ ukazatelů se považuje doba obratu, která měří počet dní, po které se jedenkrát obrátí složka aktiv, což znamená, že se přemění z jedné formy majetku na druhou.

Prvním typem ukazatelů aktivity je **obrátka celkových aktiv**. Tento ukazatel je komplexním ukazatelem toho, jak podnik dokáže efektivně využívat svá celková aktiva. Obrátka aktiv neboli rychlost obratu vyjadřuje, kolikrát se obrátí celková aktiva za jeden rok. Čím vyšší hodnota tohoto ukazatele, tím lépe. Přičemž platí, že by jeho hodnota měla být větší než jedna, aby podnik využíval svůj majetek efektivně. Obrátka celkových aktiv má tvar

$$\text{obrátka aktiv} = \frac{\text{tržby}}{\text{aktiva}}. \quad (2.10)$$

Tento vzorec lze použít také pro výpočet obrátky dlouhodobého majetku či obrátky zásob, kdy se do jmenovatele dosadí celkový dlouhodobý majetek nebo celkové zásoby.

**Doba obratu aktiv** je převrácenou hodnotou předchozího ukazatele a říká, za jak dlouho dojde k obratu celkových aktiv vůči tržbám. U doby obratu platí, že čím kratší je jeho doba, tím je to pro podnik lepší, ovšem je žádoucí udržovat dobu obratu zásob na technicky a ekonomicky zdůvodněné výši. Výsledné hodnoty jsou dány ve dnech a vztah má tvar

$$doba\ obratu\ aktiv = \frac{aktiva \cdot 360}{tržby}. \quad (2.11)$$

Dalším ukazatelem doby obratu je **doba obratu zásob**. Tento ukazatel zaznamenává, po jakou dobu jsou zásoby vázány v podniku. Pro podnik je žádoucí klesající vývoj tohoto ukazatele, neboť čím kratší dobu skladuje podnik své zásoby, tím nižší jsou také náklady s tím spojené. Společnost musí najít efektivní výši tohoto ukazatele, neboť příliš nízký stav zásob může naopak znamenat problémy, spojené s prostoji ve výrobě, čímž dochází ke vzniku nákladů. Ukazatel lze vyjádřit vztahem

$$doba\ obratu\ zásob = \frac{zásoby \cdot 360}{tržby}. \quad (2.12)$$

Obdobně se vypočte také **doba obratu pohledávek**, která říká, jak dlouho je majetek podniku vázán v pohledávkách. Žádoucí je pokles hodnoty ukazatele v čase, neboť společnost inkasuje finanční prostředky od odběratelů dříve a snižuje tak možnou míru rizika spojenou s nesolventností. Výpočet lze provést pomocí vztahu

$$doba\ obratu\ pohledávek = \frac{pohledávky \cdot 360}{tržby}. \quad (2.13)$$

Posledním ukazatelem je **doba obratu závazků**, jenž vypovídá o tom, jak rychle podnik splácí své závazky. Ukazatel tedy charakterizuje platební disciplínu podniku vůči věřitelům. Pro podnik je dobré, aby doba obratu závazků byla v čase stabilní. Ukazatel lze vyjádřit následujícím vztahem

$$doba\ obratu\ závazků = \frac{závazky \cdot 360}{tržby}. \quad (2.14)$$

Důležité je porovnat ukazatel doby obratu pohledávek s dobou obratu závazků. Mělo by platit, že doba obratu závazků je vyšší, než doba obratu pohledávek, neboť potom dochází k tomu, že podnik inkasuje své pohledávky dříve, než sám splácí závazky vůči věřitelům. Pokud bude platit tento vztah, výrazně se sníží riziko platební neschopnosti podniku.

## Ukazatele finanční stability a zadluženosti

Na financování podnikových aktiv se používá jak kapitál vlastní, tak cizí. Finanční stabilita je dána strukturou zdrojů financování a lze ji hodnotit pomocí analýzy vztahu podnikových aktivit a zdrojů jejich krytí. Podnik by se měl snažit využívat k financování svých potřeb také zdroje cizí, neboť jejich cena je nižší, než cena zdrojů vlastních. Podstatou ukazatelů finanční stability a zadluženosti je nalézt optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem.

Mezi nejdůležitější ukazatele patří **koeficient samofinancování** (*Equity Ratio*). Ukazatel finanční samostatnosti poměruje vlastní kapitál s celkovými aktivy a říká, do jaké míry podnik kryje svůj majetek vlastními zdroji. Udává tedy finanční samostatnost a obecně platí, že čím vyšší je tento ukazatel, tím je podnik finančně stabilnější. Neúměrně vysoký ukazatel však může vést k poklesu výnosnosti vložených zdrojů.

$$\text{koeficient samofinancování} = \frac{VK}{A}, \quad (2.15)$$

kde  $VK$  je vlastní kapitál a  $A$  jsou celková aktiva.

Dalším významným a v praxi využívaným ukazatelem je **stupeň krytí stálých aktiv**. Tento ukazatel poměruje vlastní kapitál a dlouhodobý cizí kapitál ke stálým aktivům, proto bývá označován také někdy jako dlouhodobé krytí stálých aktiv. V tomto případě platí, že čím je hodnota ukazatele vyšší, tím je také finanční stabilita firmy vyšší. Stupeň krytí stálých aktiv by měl dosahovat minimálně hodnoty 100 %, což znamená, že veškerá stálá aktiva by byla kryta dlouhodobým kapitálem. Ukazatel má tvar

$$\text{stupeň krytí stálých aktiv} = \frac{VK + dl.CK}{SA}, \quad (2.16)$$

kde  $VK$  je vlastní kapitál,  $dl.CK$  je dlouhodobý cizí kapitál a  $SA$  jsou stálá aktiva.

**Ukazatel finanční páky** (*Financial Leverage*) zvaný také jako majetkový koeficient (*Equity Multiplier*) vychází z předpokladu, že financování majetku podniku vlastním kapitálem vede k vyššímu finančnímu zatížení společnosti, neboť se jedná o dražší způsob financování oproti využití cizích zdrojů. Hodnota tohoto ukazatele by měla být v čase stabilní nebo alespoň neklesající. Ukazatel lze vypočítat pomocí vzorce

$$\text{majetkový koeficient} = \frac{A}{VK}, \quad (2.17)$$

kde  $A$  jsou celková aktiva a  $VK$  je vlastní kapitál.

Ukazatel pro hodnocení přiměřenosti zadlužení podniku je **celková zadluženost** (*Debt ratio*). Tento ukazatel měří podíl celkových dluhů na celkovém kapitálu, z něhož je majetek financován. Výsledná hodnota vyjadřuje, kolik připadá korun cizího kapitálu na jednu korunu celkových aktiv, přičemž čím vyšší je hodnota celkové zadluženosti, tím roste riziko věřitelů. Celkovou zadluženost lze modifikovat na dlouhodobou a běžnou. Dosazením krátkodobého cizího kapitálu do čitatele následujícího vzorce získáme běžnou neboli krátkodobou zadluženost a naopak dosazením dlouhodobého cizího kapitálu dostaneme zadluženost dlouhodobou. Vzorec pro celkovou zadluženost má následující tvar

$$\text{celková zadluženost} = \frac{CK}{A}, \quad (2.18)$$

kde  $CK$  je cizí kapitál a  $A$  jsou celková aktiva.

S výše uvedenými ukazateli úzce souvisí také **ukazatel zadluženosti vlastního kapitálu** (*Debt/Equity Ratio*), který poměřuje cizí kapitál ke kapitálu vlastnímu. Obecně platí, že hodnota tohoto ukazatele by se měla u stabilních společností pohybovat v pásmu od 80 % do 120 %. Zadluženost vlastního kapitálu se vypočte jako

$$\text{zadluženost vlastního kapitálu} = \frac{CK}{VK}, \quad (2.19)$$

kde  $CK$  je cizí kapitál a  $VK$  je kapitál vlastní.

Dalším v praxi využívaným ukazatelem je **úrokové krytí**, které nám říká, kolikrát jsou úroky kryty výší provozního zisku, tedy kolikrát je zajištěno jejich splacení. Ukazatel poměřuje zisk před úroky a daněmi s nákladovými úroky a dává tak informaci vlastníkům, zda je současné dluhové zatížení únosné. Hodnota úrokového krytí by měla být minimálně 100 %, neboť je-li hodnota menší než 100 %, znamená to, že podnik si nevydělá ani na úroky z dluhů. Vzorec pro úrokové krytí má následující tvar

$$\text{úrokové krytí} = \frac{EBIT}{ú}, \quad (2.20)$$

kde  $EBIT$  je zisk před úroky a daněmi a  $ú$  jsou nákladové úroky.

Převrácenou hodnotou výše uvedeného ukazatele je **ukazatel úrokového zatížení**, který naopak říká, jakou část vytvořeného efektu odčerpávají úroky. Čím vyšší je hodnota tohoto ukazatele, tím více zisku je odčerpáno na úhradu úroků. Pro výpočet se použije vzorec

$$\text{úrokové zatížení} = \frac{ú}{EBIT}. \quad (2.21)$$

Z výše uvedených údajů plyne, že společnost se musí snažit nalézt optimální poměr mezi kapitálem vlastním a cizím, neboť míra zadlužení přímo ovlivňuje rentabilitu vlastního kapitálu. Krytí potřeb převážně vlastními zdroji, které jsou většinou dražším způsobem financování, by nebylo efektivní. A naopak financování většiny aktiv podniku cizím kapitálem by mohlo vést společnost k předlužení. Proto je vhodné použít **ukazatel ziskového účinku finanční páky** (*ZÚFP*), který měří vliv zadlužení na ukazatel rentability vlastního kapitálu. Při výpočtu vycházíme z předpokladu, že úroková redukce říká, že čím více zapojíme cizí kapitál, tím více bude působit úrokový daňový štít a rentabilita poroste. Naopak ukazatel finanční páky říká, že při zvyšování zadluženosti nám bude rentabilita vlastního kapitálu klesat. Proto se ukazatel ziskového účinku finanční páky vypočte jako součin úrokové redukce a finanční páky.

$$ZÚFP = \frac{EBT}{EBIT} \cdot \frac{A}{VK}, \quad (2.22)$$

kde *EBT* je zisk před zdaněním, *EBIT* je zisk před úroky a daněmi, *A* jsou celková aktiva a *VK* je vlastní kapitál.

Vyjde-li výsledná hodnota tohoto ukazatele větší než 1, znamená to, že s dalším zvýšením zadlužení bude růst také zisk a rentabilita vlastního kapitálu. Naopak vyjde-li hodnota ziskového účinku finanční páky nižší než 1, znamená to, že s dalším zvyšováním zadlužení bude rentabilita vlastního kapitálu i zisk klesat.

Další důležitou skupinou ukazatelů v rámci finanční analýzy jsou **ukazatele s využitím údajů kapitálového trhu**. Zde však vyplývá omezení využití, neboť tyto ukazatele mohou použít pouze firmy, které vedou podvojný účetnictví, mají právní formu akciové společnosti a jejich akcie jsou volně obchodovatelné na kapitálových trzích.

#### 2. 2. 4 Finanční plán

Dlouhodobý finanční plán podniku bude sestaven v souvislosti s oceněním společnosti výnosovými metodami. Finanční plánování je komplexní rozhodovací proces, který zahrnuje tvorbu finančních cílů společnosti, ale také souhrn činností a opatření sloužící k jejich dosažení. Toto podnikové plánování vychází především z finanční analýzy a výsledků hospodaření za posledních 3-5 let. Při sestavování plánu je však nutné zohlednit nejen minulost, ale také současnost a budoucnost či mikroprostředí a makroprostředí podniku. Tvorba finančního plánu je závislá na samotné velikosti podniku, na oboru činnosti a na



odvětví, ve kterém daná společnost působí. Tento plán je důležitým nástrojem řízení podniku, neboť napomáhá manažerům definovat kritéria pro řízení systému, podává jasný popis o zdrojích a očekáváních organizace, apod.

Sestavuje se dlouhodobý finanční plán, jehož součástí je plán krátkodobý, který je tvořen vždy pro první rok plánovaného období. V rámci finančního plánu se sestavuje plánovaná rozvaha, výkaz zisku a ztráty a výkaz peněžních toků. Při sestavování musí být dodržovány určité zásady. Nezbytné je, aby zahrnoval všechny útvary společnosti. Celý systém je potřeba vybilancovat, neboť jednotlivé fáze se mezi sebou prolínají a navzájem ovlivňují. Finanční plán by měl být založen na tzv. posuvném principu, což znamená, že se každý rok sestaví plány na několik následujících let. Z časového hlediska platí, že čím je horizont pro finanční plán delší, tím roste také stupeň nejistoty a nepřesnosti plánu. Nezbytná je při dlouhodobém finančním plánování také kontrola, kdy se s postupem času jak se plní cíle plánu, musí vyhodnocovat průběh a stav plnění úloh.

### 2. 2. 5 Stanovení nákladů na kapitál

Pro potřeby ocenění je nezbytné stanovit náklady na kapitál konkrétní společnosti. Na náklady kapitálu lze pohlížet dvěma způsoby, z pohledu podniku či investora. Z pohledu podniku je náklad kapitálu chápán jako cena, kterou musí společnost vynaložit za získání různých forem podnikového kapitálu. Naopak z pohledu investora je to požadavek na výnosnost, které by měla daná společnost dosahovat, aby nedošlo k poklesu jeho bohatství. Jde tedy o minimální požadovanou míru výnosnosti neboli tzv. vnitřní výnosové procento kapitálu. V rámci nákladů na kapitál se rozlišují tři skupiny těchto nákladů, tj. náklady na kapitál celkový, cizí a vlastní.

**Náklady na celkový kapitál** (*WACC - Weighted Average Cost of Capital*) se skládají jak z nákladů na kapitál vlastní tak i cizí a lze je vyčíslit pomocí vzorce

$$WACC = R_E \cdot \frac{E}{C} + R_D \cdot (1 - t) \cdot \frac{D}{C}, \quad (2. 23)$$

kde  $R_E$  jsou náklady vlastního kapitálu,  $E$  je vlastní kapitál,  $C$  je celkový kapitál,  $R_D$  jsou náklady cizího kapitálu,  $D$  je cizí kapitál a  $t$  značí sazbu daně z příjmu.

**Náklady na cizí kapitál** ( $R_D$ ) představují úroky či kupónové platby, které je dlužník povinen splatit svým věřitelům. Základní výše úrokové míry je odvozena od situace na finančním trhu a její konkrétní výši pak ovlivňují především tři základní faktory. Prvním

faktorem je období, po které je úvěr poskytnut dlužníkovi, přičemž platí, že s delším zápůjčním obdobím roste výše úrokové míry. Dále má vliv na výši úrokové sazby očekávaná efektivnost, kdy čím je očekávaný vytvořený efekt vyšší, tím se zvyšuje záruka splacení úvěrů a úroková míra klesá. Posledním podstatným faktorem je bonita dlužníka, neboť s rostoucí bonitou roste také pravděpodobnost splacení a proto bude úroková sazba nižší. Náklady cizího kapitálu mají podobu úroku sníženého o daňový štít, neboť nákladové úroky jsou podle Zákona č. 586/1992 Sb., o daních z příjmů daňově uznatelným nákladem. Náklady na cizí kapitál se vypočtou jako

$$R_D = i \cdot (1 - t), \quad (2.24)$$

kde  $i$  je úroková míra a  $t$  je sazba daně.

**Náklady na kapitál vlastní ( $R_E$ )** jsou chápány jako cena, kterou musí společnost vynaložit za získání vlastního kapitálu. Obecně platí, že jsou tyto náklady vyšší než náklady na kapitál cizí. Důvody jsou hned dva. Prvním je riziko vlastníka vkládajícího prostředky do podniku, které je vyšší než riziko věřitele. Riziko, které nese věřitel je podstatně nižší, neboť věřitel má předem zaručený pravidelný úrokový výnos, a to bez ohledu na ziskovost podniku a zná také přesnou dobu návratnosti své investice. Naopak vlastník vkládá své prostředky na neomezenou dobu a jeho výnos není dopředu znám ani zaručen, protože ziskovost podniku nelze předem garantovat. Druhým důvodem proč jsou náklady na cizí kapitál nižší, je daňová uznatelnost nákladových úroků, neboť daňový odpočet snižuje základ daně pro výpočet daně z příjmu. Náklady na vlastní kapitál lze určit dvěma způsoby, tj. na základě tržních přístupů nebo metod vycházejících z účetních dat. Použití jednotlivých přístupů závisí především na vyspělosti kapitálových trhů a s tím spojené dostupnosti dat. Základními metodami pro stanovení nákladů na vlastní kapitál jsou<sup>9</sup>:

- model oceňování kapitálových aktiv (*CAPM – Capital Assets Pricing Model*),
- arbitrážní model oceňování (*APM – Arbitrage Pricing Model*),
- dividendový růstový model,
- stavebnicové modely.

---

<sup>9</sup> Dluhošová D. Finanční řízení a rozhodování podniku. Praha: EKOPRESS, 2008, str. 110.

První tři uvedené metody jsou založeny na tržním přístupu, pouze stavebnicové modely vychází z účetních dat. Vzhledem k tomu, že Česká republika patří k zemím s nedokonalým kapitálovým trhem, bude dále analyzována pouze účetní metoda stavebnicových modelů.

### Stavebnicový model

Jak je uvedeno výše, jedná se o modely, které jsou založeny na účetních datech a používají se v zemích, které mají nedokonalý a nerozvinutý kapitálový trh nebo v zemích s krátkou dobou fungování tržní ekonomiky. Rozdíl oproti tržním metodám spočívá v určení rizikové prémie, která se neodvozuje z kapitálového trhu, ale z účetních dat jednotlivých podniků. Stavebnicových modelů existuje několik. Jednotlivé typy modelů se liší způsobem stanovení rizikových přírážek.

Mezi nejpoužívanější stavebnicové modely v tuzemsku patří model INFA<sup>10</sup>, který je využíván Ministerstvem průmyslu a obchodu. Z tohoto důvodu bude také použit v praktické části diplomové práce. Tento model vychází ze základních předpokladů MM II.<sup>11</sup>. V tomto modelu je nutné nejprve vyčíslit náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy ( $WACC_U$ ), které se dají vypočíst dle vztahu

$$WACC_U = R_F + R_{LA} + R_{POD} + R_{FINSTAB} , \quad (2. 25)$$

kde  $R_F$  je bezriziková sazba,  $R_{LA}$  je riziková přírážka za velikost podniku,  $R_{POD}$  je přírážka za podnikatelské riziko,  $R_{FINSTAB}$  je přírážka za riziko vyplývající z finanční stability podniku.

Náklady celkového kapitálu lze tedy vyčíslit jako součet **bezrizikové sazby** ( $R_F$ ), která se odvozuje od výnosu 10letých státních dluhopisů a tří rizikových přírážek.

**Riziková přírážka za velikost podniku** ( $R_{LA}$ ), vychází z výše úplatných zdrojů ( $UZ$ ) společnosti, které se vypočtou pomocí vzorce

$$UZ = VK + BU + OBL , \quad (2. 26)$$

---

<sup>10</sup> Model Inky a Ivana Neumaierových dostupný na [www.mpo.cz](http://www.mpo.cz).

<sup>11</sup> MM II. je model autorů M. Millera a F. Modiglianiho, který vychází z předpokladů: existence informačně dokonalého kapitálového trhu, sazba dluhu je bezriziková, uvažuje se zdanění zisku a jsou zanedbány náklady finanční tísně.

kde  $VK$  je vlastní kapitál podniku,  $BU$  představují bankovní úvěry a  $OBL$  jsou obligace.

Jsou-li  $UZ > 3$  mld. Kč, pak  $R_{LA}$  bude rovna 0,00 %. Naopak v případě  $UZ < 100$  mil. Kč,  $R_{LA}$  bude ve výši 5,00 %. Budou-li  $UZ$  větší než 100 mil. Kč a menší, než 3 mld. Kč, riziková přírážka se vypočte pomocí vzorce

$$R_{LA} = \frac{(3 - UZ)^2}{168,2}, \text{ přičemž } UZ \text{ jsou dosazeny v mld. Kč.} \quad (2. 27)$$

Další rizikovou přírážkou je **přírážka za podnikatelské riziko podniku** ( $R_{POD}$ ), která vychází z ukazatele produkční síly, jeho dostatečné velikosti a předmětu činnosti podniku.

Nejprve je potřeba vyčíslit ukazatel produkční síly  $\frac{EBIT}{A}$  a ukazatel  $XI$ , který vyjadřuje nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem a lze ho vyčíslit pomocí vzorce

$$XI = \frac{(VK + BU + OBL)}{A} \cdot \frac{U}{BU + OBL}, \quad (2. 28)$$

kde  $VK$  je vlastní kapitál podniku,  $BU$  představují bankovní úvěry,  $OBL$  jsou obligace,  $A$  jsou celková aktiva podniku a  $U$  jsou nákladové úroky.

Poté je potřeba porovnat spolu oba ukazatele. Jestliže je  $\frac{EBIT}{A} > XI$ , pak  $R_{POD}$  je rovno minimální hodnotě  $R_{POD}$  v odvětví. V případě, že je  $\frac{EBIT}{A} < 0$ ,  $R_{POD}$  bude nabývat hodnot 10,00 %. Bude-li  $0 < \frac{EBIT}{A} < XI$ , pak se  $R_{POD}$  pro jednotlivé roky vyčíslí dle vzorce

$$R_{POD} = \frac{(XI - \frac{EBIT}{A})^2}{XI^2} \cdot 0,1. \quad (2. 29)$$

Poslední přírážkou je **riziková přírážka za finanční stabilitu** ( $R_{FINSTAB}$ ), která zkoumá vztah mezi běžnou likviditou podniku ( $L3$ ) a průměrnou běžnou likviditou v daném odvětví ( $XL$ ). Je-li hodnota  $XL$  v daném odvětví příliš nízká, doporučuje se ji upravit na minimální výši ( $XL1$ ) 1,25. Naopak maximální hodnota běžné likvidity v odvětví  $XL2$  by neměla být vyšší než 2,5. Poté dojde k porovnání  $L3$  a  $XL$ . Je-li běžná likvidita  $L3 < XL1$ , tak  $R_{FINSTAB}$  bude rovno 10,00 %. Naopak v případě  $L3 > XL1$ , bude  $R_{FINSTAB}$  nabývat hodnot 0,00 %. Pokud se  $L3$  bude nacházet v rozmezí  $XL1$  a  $XL2$ ,  $R_{FINSTAB}$  se vypočte pomocí vzorce

$$R_{FINSTAB} = \frac{(XL2 - L3)^2}{(XL2 - XL1)^2} \cdot 0,1. \quad (2.30)$$

Pokud se jedná o podnik, který vlastní úročený cizí kapitál, musí se celkové náklady nezadlužené firmy upravit na celkové náklady zadlužené firmy ( $WACC_L$ ) následovně

$$WACC_L = WACC_U \cdot \left(1 - \frac{D}{A} \cdot t\right), \quad (2.31)$$

kde  $WACC_U$  jsou celkové náklady nezadlužené firmy,  $D$  jsou cizí úročené dluhy,  $A$  jsou celková aktiva a  $t$  je sazba daně z příjmu.

Z výpočtu nákladů celkového kapitálu nezadlužené firmy vychází taktéž výpočet nákladů na vlastní kapitál ( $R_E$ ), což zachycuje vzorec

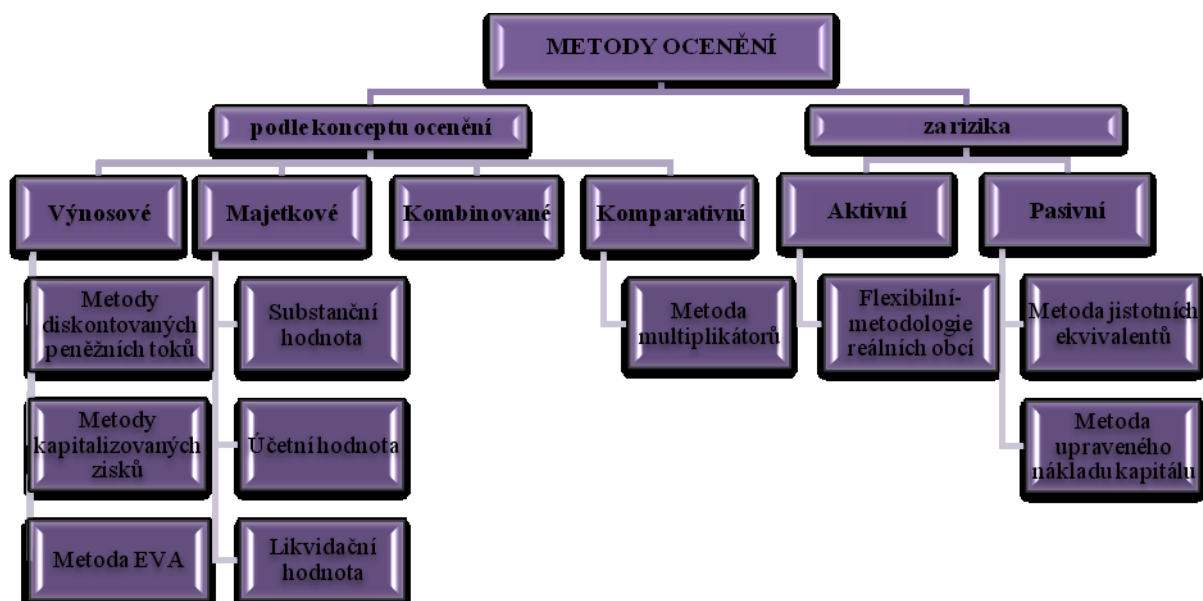
$$R_E = \frac{WACC_U \cdot \frac{UZ}{A} - (1-t) \cdot \frac{U}{BU + OBL} \cdot \left(\frac{UZ}{A} - \frac{VK}{A}\right)}{\frac{VK}{A}}, \quad (2.32)$$

kde  $WACC_U$  jsou celkové náklady nezadlužené firmy,  $UZ$  jsou úplatné zdroje,  $A$  jsou celková aktiva,  $t$  je sazba daně z příjmu,  $U$  jsou nákladové úroky,  $BU$  jsou bankovní úvěry,  $OBL$  jsou obligace a  $VK$  je vlastní kapitál.

## 2. 2. 6 Přehled metod ocenění podniku

Metod ocenění existuje celá řada. Základní členění zobrazuje následující obrázek.

Obrázek 2. 2: Přehled metod ocenění podniku



Zdroj: Dluhošová, D. Finanční řízení a rozhodování podniku, 2008, str. 148.

Metody ocenění podniku za rizika vychází z předpokladu, že budoucí finanční toky, ze kterých je hodnota odvozena, jsou rizikové a nejisté. V rámci této skupiny se rozlišují aktivní a pasivní metody. U pasivních metod se neuvažuje s aktivními zásahy managementu v budoucnu a lze použít metodu jistotních ekvivalentů či metodu upraveného nákladu kapitálu. Naopak metody aktivní připouští budoucí zásahy managementu. Tento přístup oceňování je poměrně nový a řadí se do něj flexibilní metodologie reálných opcí.

Do druhé skupiny metod stanovení hodnoty podle konceptu ocenění spadají metody výnosové, majetkové, komparativní a kombinované. Pro účely práce budou podrobněji rozebrány právě tyto metody.

### **Výnosové metody**

Základním předpokladem výnosových metod je, že hodnota podniku je určena budoucím očekávaným užitekem pro jeho držitele. Těmito užitky mohou být zisky, dividendy a další finanční toky. Výsledná hodnota podniku je u těchto metod závislá především na stanovení budoucích výnosů, které společnosti poplynou, délce časového horizontu a stanovení nákladů na kapitál. Do této kategorie se řadí dvě základní metody ocenění, tj. metoda diskontovaných peněžních toků a metoda kapitalizovaných zisků. Výnosová metoda ekonomické přidané hodnoty je specifickou metodou, proto bude rozebrána samostatně na konci kapitoly.

**Metoda diskontovaných peněžních toků** (*DCF - Discounted Cash Flow*) patří v současnosti v České republice k nejpoužívanějším metodám ocenění. Tato metoda vychází při určení hodnoty podniku z odhadu budoucích volných peněžních toků, které plynou z podnikatelské činnosti. Pro správné ocenění je velmi důležité pečlivě vyčíslit výše uvedené budoucí peněžní toky a přesně vymezit náklady kapitálu, které budou sloužit k diskontování.

V rámci metod diskontovaných peněžních toků existují čtyři základní metody, které se liší podle toho, zda je oceňován celkový či vlastní kapitál, ale také podle toho, jak jsou definovány finanční toky a náklad kapitálu. Těmito metodami jsou:

- metoda DCF-Entity,
- metoda DCF-Equity,
- metoda DDM (*Dividend Discount Model*),
- metoda APV (*Adjusted Present Value*).

**Metodou DCF-Entity** je oceněn celkový kapitál podniku. Musí se proto určit volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele ( $FCFF$ ), které budou diskontovány nákladem celkového kapitálu ( $WACC$ ). Ocenění celkového kapitálu podniku se provede jako perpetuita pomocí vzorce

$$V = \frac{FCFF}{WACC}. \quad (2.33)$$

V případě **metody DCF-Equity** je oceněn pouze vlastní kapitál podniku. Volné peněžní toky se tak vztahují pouze k vlastníkům ( $FCFE$ ), stejně tak jsou zvoleny pouze náklady vlastního kapitálu ( $R_E$ ). Ve finančním řízení hraje podstatnou úlohu právě ocenění vlastního kapitálu, neboť je zjištěna hodnota, která připadá vlastníkům podniku. Ocenění vlastního kapitálu jako perpetuitu lze vypočíst jako

$$V = \frac{FCFE}{R_E}. \quad (2.34)$$

Pomocí **metody DDM** je oceňován vlastní kapitál podniku. Očekávané peněžní toky pro vlastníky jsou zde vyjádřeny pomocí dividendy ( $DIV$ ) a jsou diskontovány náklady na kapitál vlastní ( $R_E$ ). Existují dvě verze modelu. V první verzi se předpokládá konstantní růst volných peněžních toků a vzorec má tvar

$$V = \frac{DIV}{R_E}. \quad (2.35)$$

Druhá možnost výpočtu, tzv. Gordonův model, předpokládá konstantně rostoucí volné peněžní toky. Tento růst je vyjádřen pomocí očekávané míry růstu dividend do nekonečna ( $g$ ) a vzorec má tvar

$$V = \frac{DIV}{R_E - g}. \quad (2.36)$$

Nevýhodou tohoto modelu je, že ho lze použít pouze v zemích s vyspělým a efektivním kapitálovým trhem. Další omezení použití je, že model lze využít pouze tehdy, je-li dosahován zisk a stabilně se vyplácí dividendy.

**Metoda APV** slouží k ocenění celkového kapitálu. Volné finanční toky jsou určeny jako toky nezadluženého podniku ( $FCFE_U$ ) a diskontovány jsou nákladem celkového kapitálu nezadlužené firmy ( $WACC_U$ ). Pokud se jedná o zadlužený podnik, dále se připočte současná hodnota daňového štítu ( $TS$ ), která je diskontována náklady dluhu ( $R_D$ ). Ocenění se vypočte jako perpetuita a má tvar

$$V = \frac{FCFE_U}{WACC_U} + \frac{TS}{R_D}. \quad (2.37)$$

Další výnosovou metodou je **metoda kapitalizovaných zisků**, jejíž princip spočívá ve výpočtu současné hodnoty budoucích zisků. Metoda je založena na historických datech. Zisky jsou odhadovány z rozvahy a z výkazu zisku a ztráty za posledních 3 až 5 let. Výpočet hodnoty podniku vychází z tzv. trvale udržitelného zisku, což je účetní zisk upravený o vybrané položky. Těmito položkami jsou především odpisy reálného opotřebení, výnosy a náklady, které nesouvisí s hlavní činností podniku, mimořádné výnosy a náklady přechodného charakteru, skryté rezervy, rozdíly z metodických změn aj. Trvale udržitelný zisk se vyčíslí dle vzorce

$$Z = \sum_{t=1}^T w_t \cdot Z_t, \quad (2.38)$$

kde  $Z_t$  je zisk minulých období upravený o vybrané položky,  $w_t$  jsou přiřazené jednotlivým obdobím a  $T$  je počet let zahrnutých do výpočtu.

Po vyčíslení trvale udržitelného zisku lze přistoupit k samotnému ocenění podniku, které se pomocí metody kapitalizovaných zisků vypočte jako perpetuita takto

$$V = \frac{Z}{R}, \quad (2.39)$$

kde  $Z$  je trvale udržitelný zisk a  $R$  jsou náklady kapitálu.

## Majetkové metody

Základem stanovení hodnoty podniku u majetkových metod je rozdíl mezi samostatně oceněnými složkami majetku podniku a sumou individuálně oceněných závazků a dluhů. Mezi tři základní majetkové metody se řadí metoda účetní, substanční a metoda likvidační hodnoty.

K nejjednodušším majetkovým metodám patří **účetní metoda**, neboť vychází se stavových veličin z rozvahy. Hodnota podniku je stanovena z historických cen, tzn. z cen, za které byl majetek pořízen. Podstatou metody je ocenění jednotlivých položek aktiv, závazků a dluhů zvlášť, a to v nominálních hodnotách. Hodnota vlastního kapitálu se vypočte jako rozdíl mezi účetní hodnotou aktiv a účetní hodnotou závazků a dluhů.

Metoda je velmi jednoduchá a rychlá, neboť potřebné údaje jsou snadno dostupné. Naopak nevýhodou metody je, že je méně přesná, neboť nebere v potaz tržní ocenění, které se



může výrazně lišit od toho účetního. Další nevýhodou je, že aktiva jsou ohodnocena na základě účetního ocenění, tudíž vůbec nezohledňuje například nehmotná aktiva. Tato metoda by měla být spíše doplňková.

Další majetkovou metodou je tzv. **substanční metoda**, která reflektuje tržní podmínky, neboť ocenění jednotlivých aktiv se provádí v reprodukčních pořizovacích cenách. Prvním krokem je stanovení brutto substanční hodnoty, která se vypočte jako součet souhrnu majetkových hodnot v reprodukčních cenách a výnosů z prodeje nepotřebného majetku. Druhým krokem je stanovení netto substanční hodnoty, kdy se od brutto substanční hodnoty odečte hodnota závazků a dluhů v reálných cenách. Ocenění podniku touto metodou udává tzv. horní mez podniku, což znamená, kolik by stálo znovu vybudování daného podniku.

Pomocí této metody lze reálněji vyčíslit hodnotu podniku, neboť bere v potaz také tržní podmínky. Naopak nedostatkem je, že nezohledňuje současné a budoucí výnosnosti podniku ani nezapočítává nehmotné aktiva vyplývající z fungování podniku jako celku.

Poslední majetkovou metodou je **metoda likvidační hodnoty**. Předpokladem použití je, že společnost nebude už dále pokračovat ve své činnosti a ukončí ji. Ocenění spočívá ve zjištění hodnoty podniku k datu ukončení činnosti, kdy budou veškerá aktiva rozprodána a všechny závazky splaceny (včetně odměny pro likvidátora). Zbytek peněžních prostředků je likvidační hodnotou, která náleží vlastníků. O likvidační hodnotě se mluví jako o dolní hranici hodnoty podniku.

### Metody komparativní

Komparativní metody bývají označovány také jako metody relativního oceňování či metody tržního srovnání. Ocenění podniku u těchto metod spočívá v odvození hodnoty aktiv nebo kapitálu z dostupných dat srovnatelných podniků. Toto srovnání se nejčastěji provádí u podniků, které veřejně obchodují své akcie na finančních trzích. Obecně lze hodnotu podniku pomocí této metody stanovit takto

$$V = \text{multiplikátor}_{SF} \cdot \text{ukazatel}_{OF}, \quad (2.40)$$

kde  $SF$  je srovnatelná firma a  $OF$  je oceňovaná firma.

Jak plyne z výše uvedeného vzorce, důležité je určení *multiplikátoru*, jimž jsou zohledňovány rozdíly mezi vybranými ukazateli oceňovaného a srovnávaného podniku. *Multiplikátor* lze stanovit různými způsoby. Například při ocenění vlastního kapitálu, se

stanoví jako *multiplikátor P/E*, což je podíl tržní ceny akcie a čistého zisku na akcii srovnatelné firmy. Hodnota vlastního kapitálu podniku se pak vypočte jako

$$V_E = \text{multiplikátor } P/E_{SF} \cdot \text{čistý zisk}_{OF} \quad (2.41)$$

Při stanovení hodnoty podniku jako celku, lze použít *multiplikátor MV/BV*, který se vypočte jako podíl tržní hodnoty a účetní hodnoty srovnávané firmy. Hodnota celkových aktiv se potom vypočte jako

$$V_A = \text{multiplikátor } MV/BV_{SF} \cdot \dot{U}H \text{ aktiv}_{OF}, \quad (2.42)$$

kde  $\dot{U}H$  je účetní hodnota aktiv oceňovaného podniku.

V České republice jsou komparativní metody využívány velmi zřídka, neboť najít srovnatelný podnik na tak malém veřejném kapitálovém trhu je velmi obtížné. Navíc každý podnik je specifický svoji strukturou činnosti, fází vývoje, apod.

### Kombinované metody

Tyto metody pracují s výsledky dříve uvedených metod. Hodnota ocenění se stanoví jako vážený průměr výsledků ocenění vypočtených jinými metodami, což lze zapsat takto

$$V = \sum_i w_i \cdot V_i, \quad (2.43)$$

kde  $w_i$  jsou váhy přiřazené jednotlivým metodám a  $V_i$  je hodnota ocenění vypočtená dle jednotlivých metod, přičemž  $w_i \in [0;1]$  a  $\sum_i w_i = 1$ .

V praxi se nejvíce využívá kombinace majetkové a výnosové stránky podniku, neboť výsledky u obou metod vedou k velmi odlišným výsledkům. Hodnota podniku se tak stanoví jako aritmetický průměr výnosové a substanční metody.

### 2. 2. 7 Fázové metody

V dnešní době se předpokládá, že společnost bude vykonávat svoji činnost v neomezeném časovém horizontu, tzv. going concern. Napláňovat peněžní toky, které budou plynout pro takovéto neomezené časové období, je velmi složité. Firmy během své existence prochází různými fázemi vývoje (pomalý růst, zrychlený pokles, stabilita, atd.). Právě podle toho, kolika fázemi bude podnik při výhledu ocenění procházet, se metody rozlišují na jednofázové, dvoufázové a vícefázové.

Nejběžněji se fázové metody uplatňují u metod diskontovaných peněžních toků, ale jejich použití je možné i v dalších metodách, které vycházejí z odhadu budoucích ekonomických veličin.

### **Jednofázová metoda**

Pokud se předpokládá, při neomezeném trvání společnosti, pouze jedna fáze vývoje, jedná se o nejsnazší způsob výpočtu fázových metod, o tzv. perpetuitu. Hodnota podniku se tak vypočte při konstantních volných peněžních tocích jako

$$V = \frac{FCF}{R}, \quad (2.44)$$

nebo při konstantním tempu růstu volných peněžních toků jako

$$V = \frac{FCF}{R - g}, \quad (2.45)$$

kde  $FCF$  jsou volné peněžní toky,  $R$  jsou náklady kapitálu a  $g$  je tempo růstu.

### **Dvoufázová metoda**

Reálnější je při neomezeném trvání společnosti rozdělit finanční toky na dvě fáze. Přičemž první fáze je obvykle plánována na 4 až 6 let, kdy je situace lépe předvídatelná a lze tak přesněji určit a plánovat volné peněžní toky plynoucí z podnikové činnosti. Hodnota podniku v první fázi se určí podle vzorce

$$V_1 = \sum_{t=1}^T FCF_t \cdot (1 + R_1)^{-t}, \quad (2.46)$$

kde  $V_1$  je hodnota podniku v první fázi,  $FCF$  jsou volné peněžní toky,  $R_1$  je náklad kapitálu v první fázi,  $t$  jsou jednotlivé roky a  $T$  je délka první fáze.

Po skončení první fáze bezprostředně následuje fáze druhá. Tato fáze trvá vždy do nekonečna a předpokládá se, že odhadnout a plánovat lze pouze trend vývoje finančních toků. V druhé fázi se pracuje s tzv. pokračující hodnotou (*PH – Continual Value*). „*Pokračující hodnotou rozumíme současnou hodnotu očekávaných peněžních toků od konce první fáze až do nekonečna, přičemž tato současná hodnota je propočtena k datu ukončení první fáze (tento*

okamžik je totožný se začátkem druhé fáze).<sup>12</sup> Za předpokladu, že finanční toky jsou konstantní, se určí pokračující hodnota následovně

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2}, \quad (2.47)$$

kde  $FCF$  jsou volné peněžní toky,  $R_2$  je náklad kapitálu v druhé fázi a  $T$  je délka první fáze.

Předpokládá-li se konstantní růst nebo pokles volných peněžních toků ( $g$ ), tak obecný vzorec bude vypadat takto

$$PH = \frac{FCF_{T+1}}{R_2 - g}. \quad (2.48)$$

Po vyčíslení  $PH$  lze vypočítat hodnotu firmy v druhé fázi, která se vypočte jako

$$V_2 = PH \cdot (1 + R_1)^{-T}, \quad (2.49)$$

kde  $PH$  je pokračující hodnota,  $R_1$  je náklad kapitálu v první fázi a  $T$  je délka druhé fáze.

Hodnotu firmy souhrnně za obě fáze lze pak určit jako jejich součet takto

$$V = V_1 + V_2. \quad (2.50)$$

### Vícefázové metody

Pokud je existence firmy rozdělena do více fází než dvou, používají se třífázové nebo vícefázové metody. U těchto metod jsou  $FCF$  taktéž rozděleny do různých fází s různým vývojem a opět se předpokládá, že poslední fáze má neomezené trvání. Obecně lze hodnotu podniku vyjádřit dle vzorce

$$V = V_1 + V_2 + V_3 + \dots + V_n. \quad (2.51)$$

Totéž lze vyjádřit pomocí fázových hodnot ( $FH$ ), což jsou hodnoty firmy za danou fázi k počátku dané fáze, přičemž je nutné fázovou hodnotu diskontovat k momentu ocenění, aby bylo možné získat hodnotu za danou fázi ( $V_i$ ).

$$V = FH_1 + \frac{FH_2}{(1 + R_1)^{T_1}} + \frac{FH_3}{(1 + R_2)^{T_2}} + \dots + \frac{FH_n}{(1 + R_{n-2})^{T_{n-2}}} + \frac{PH}{(1 + R_{n-1})^{T_{n-1}}}, \quad (2.52)$$

kde  $T_i$  udává délku od momentu oceňování po konec  $i$ -té fáze. Fázová hodnota je pak obecně určena jako

---

<sup>12</sup> MAŘÍK, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy. Praha: EKOPRESS, 2007, str. 179.

$$FH_1 = \sum_{t=1}^{Q_i=T_i-T_{i-1}} FCF_{t-1} \cdot \frac{1+g_t}{(1+R_i)^t}, \quad (2.53)$$

kde  $Q_i = T_i + T_{i-1}$  je délka fáze.

## 2. 2. 8 Vymezení volných peněžních toků

Volné peněžní toky (*FCF – Free Cash Flow*) neboli volné finanční toky představují rozdíl mezi příjmy a výdaji, které jsou vytvářeny majetkem společnosti a vztahují se k danému druhu kapitálu. Podle toho, pro koho je peněžní tok určen, rozlišuje se volný peněžní tok pro vlastníky i věřitele, volný peněžní tok pouze pro vlastníky nebo pouze pro věřitele.

**Volné peněžní toky pro vlastníky** (*FCFE – Free Cash flow to the Equity*) jsou toky, které plynou vlastníkům, akcionářům po uspokojení nároků všech věřitelů, ale také po výdajích na investice a pracovní kapitál. Dosahuje-li společnost kladného *FCFE*, znamená to, že generuje zdroje navíc a může být tak realizována i dividendová politika. Při ocenění majetku podniku pomocí volných peněžních toků pro vlastníky se pracuje s náklady na vlastní kapitál a výsledkem ocenění je tak hodnota vlastního kapitálu. Pokud se jedná o zadluženou společnost, volné peněžní toky pro vlastníky se vypočtou takto

$$FCFE = EAT + ODP - \Delta\check{CPK} - INV + S^+ - S^-, \quad (2.54)$$

kde *EAT* je čistý zisk, *ODP* jsou odpisy,  $\Delta\check{CPK}$  je změna čistého pracovního kapitálu, *INV* představují investice,  $S^+$  znázorňuje čerpání úvěru a  $S^-$  jsou splátky úvěru v daném roce.

Pokud se bude jednat o nezadluženou společnost *FCFE* se vypočtou stejně jako předchozí vzorec, pouze s rozdílem, že ve formuli nebudou zahrnuty splátky a čerpání úvěrů.

Dalšími toky jsou **volné peněžní toky pro věřitele** (*FCFD – Free Cash Flow to the Dept*), které charakterizují toky z pohledu věřitelů, tedy například komerčních bank. *FCFD* jsou stanoveny jako součet splátek úvěrů, čerpání nových úvěrů a úroků po zdanění v daném roce, což lze zapsat následovně

$$FCFD = -S^+ + S^- + úroky \cdot (1-t). \quad (2.55)$$

**Volné peněžní toky pro vlastníky i věřitele** (*FCFF – Free Cash Flow to the Firm*) jsou peněžní toky, které se vztahují k celkovému kapitálu. Zahrnují tedy veškeré finanční toky, které daný podnik generuje, bez ohledu na to, komu jsou toky určeny. Použitím *FCFF* a nákladů na celkový kapitál se získá ocenění celkového kapitálu společnosti. *FCFF* lze

vypočíst jako součet volných peněžních toků pro vlastníky a pro věřitele a vzorec má následující tvar

$$FCFF = FCFE + FCFD. \quad (2.56)$$

Z výše uvedeného vzorce vyplývá, že peněžní toky pro vlastníky a věřitele lze vypočíst jako

$$FCFF = EAT + ODP - \Delta\check{C}PK - INV + úroky \cdot (1 - t). \quad (2.57)$$

Pokud se jedná o nezádluženou firmu a celkový kapitál je tvořen pouze kapitálem vlastním, pak se  $FCFF$  budou rovnat  $FCFE$  a ve vzorci se nebudou vyskytovat úroky spojené s cizím kapitálem.

### 2.2.9 Metoda ekonomické přidané hodnoty

K novým metodám ocenění patří metoda, která na rozdíl od metod DCF nepracuje s cash flow, ale s ukazatelem ekonomické přidané hodnoty ( $EVA$  - *Economic Value Added*). Ukazatel ekonomické přidané hodnoty se v posledních letech stále více prosazuje v ekonomické praxi, zejména v zemích s vyspělou tržní ekonomikou. Autory metody  $EVA$  jsou Benett Stewart III. a Joel Stern.<sup>13</sup> Ukazatel  $EVA$  má široké využití ve finančním řízení, neboť jej lze použít jako nástroj finanční analýzy, nástroj řízení podniku a motivování pracovníků nebo jako nástroj ocenění podniku.

Princip metody  $EVA$  spočívá v měření tzv. ekonomického zisku (nikoliv účetního), což znamená takového zisku, který pokrývá nejen běžné náklady, ale také náklady kapitálu včetně nákladů na kapitál vlastní. Jinými slovy, podnik může dosahovat účetního zisku, ale pokud tento zisk není natolik vysoký, aby pokryl i náklady na vložený vlastní kapitál, pak vlastníci nedosahují ekonomického zisku, ale naopak ztráty.

Základní výpočet ukazatele  $EVA$  spočívá v rozdílu mezi čistým výnosem z provozní činnosti podniku a celkovými náklady kapitálu. Základní podoba vzorce má tvar

$$EVA = NOPAT + CAPITAL \cdot WACC, \quad (2.58)$$

kde  $NOPAT$  je zisk z operační činnosti podniku po zdanění,  $CAPITAL$  je kapitál vázaný v aktivech, která slouží operační činnosti podniku a  $WACC$  jsou celkové náklady kapitálu.

---

<sup>13</sup>  $EVA^{\circledR}$  je registrovanou obchodní známkou firmy Stern Steward & Co, která ukazatel vyvinula v New Yorku v roce 1993.

*NOPAT (Net Operating Profit After Taxes)* je operační výsledek hospodaření po odpočtu upravených daní. Nutné podotknout, že se jedná v principu o provozní výsledek hospodaření, ale není možné jej ztotožňovat s provozním výsledkem hospodaření podle českých účetních předpisů, je potřeba jej upravit.

*CAPITAL* představuje hodnotu vázanou v aktivech společnosti, která jsou nutná pro dosažení operačního zisku, tzn. která slouží k operační činnosti podniku. V rámci metody EVA je tato položka nahrazována tzv. čistými operačními aktivy (*NOA – Net Operating Assets*), které je nutno taktéž upravit.

### **Úprava čistých operačních aktiv (*NOA*)**

Základem pro stanování *NOA* je rozvaha podniku, kde však položky rozvahy musí být upraveny následovně:

- z celkových aktiv je třeba vyjmout neoperační aktiva;
- je potřeba zahrnout do celkových aktiv operační aktiva, která nejsou zachycena v účetnictví;
- účetní aktiva je nutné přecenit na jejich skutečnou hodnotu, aby vyjadřovala ekonomickou realitu podniku;
- je nutné aktiva snížit o neúročený cizí kapitál, aby nevznikaly problémy s odhadem nákladů na tento kapitál;
- mělo by dojít k vyloučení opravných položek.

**Neoperační aktiva**, která je třeba vyjmout z celkových aktiv, jsou provozně nepotřebná aktiva, která podnik vlastní, ale nejsou nezbytná pro podnikatelskou činnost. Mezi nejčastější neoperační aktiva se řadí provozně nepotřebný krátkodobý a dlouhodobý finanční majetek a ostatní hmotný majetek.

Provozně nepotřebný krátkodobý finanční majetek se hodnotí podle toho, zda podnik drží peněžní prostředky v nezbytné výši k zajištění provozu. To lze posoudit podle poměrového ukazatele okamžité likvidity, kde doporučenou hodnotou je 20 %. V případě, že ukazatel dosahuje vyšších hodnot, pak tento rozdíl se jeví jako provozně nepotřebný a měl by být odečten od celkových aktiv. Důležité je však zvážit o jaký podnik se jedná a co je jeho předmětem činnosti. Dalším typicky provozně nepotřebným krátkodobým finančním majetkem jsou krátkodobé cenné papíry a podíly. Jedná se o krátkodobý majetek, kdy prodej se předpokládá v nejbližší době a nijak to neovlivňuje provozní činnost podniku.

U dlouhodobého finančního majetku je nutné zvážit, zda investice slouží pouze k uložení peněz a nemají tak vztah k hlavní činnosti podniku nebo naopak. Pokud se jedná o investice, které propojují podniky se stejnou nebo obdobnou činností, doporučuje se jejich ponechání v celkových aktivech. V opačném případě by měly být z celkových aktiv odečteny. Zde se opět musí zvážit zaměření činnosti podniku, neboť existuje mnoho společností, jejichž předmětem činnosti je finanční investování.

Mezi neoperační aktiva patří také ostatní dlouhodobý majetek, což jsou soubory movitých a nemovitých věcí, které jsou určeny k pronájmu. Musí se zvážit, zda je nebo není pronájem spojen s předmětem činnosti společnosti. Dále se mezi neoperační aktiva řadí nemovitosti, které neslouží základnímu účelu podniku, pohledávky, které nesouvisí s hlavní činností podniku, nebo nevyužívaný majetek, například nepotřebné zásoby, nevyužívané stroje, apod.

Mezi **operační aktiva nezahrnutá v účetnictví**, která by se měla zahrnout do výpočtu *NOA*, se řadí finanční leasing, goodwill a ekvivalenty vlastního kapitálu.

Typickým příkladem je finanční leasing. Pokud společnost vlastní nějaký finanční leasing, měla by být o tuto položku aktiva společnosti navýšena. O stejnou částku by se měly zvýšit také úročené závazky na straně pasiv, neboť společnost má závazek vůči leasingové společnosti.

Pokud je v rozvaze vykazován goodwill, měl by být také součástí *NOA*. Důležité je, že pokud došlo k odpisování goodwillu, ale on je přitom tvořen částmi podniku, které neztrácejí v čase hodnotu, měl by být do *NOA* zahrnut v plné neodepsané výši.

Položka ekvivalenty vlastního kapitálu vznikne na základě přecenění aktiv. Dojde-li ke změně hodnoty aktiv, musí být zachována bilanční rovnováha, a tudíž je provedena změna v té samé výši také v pasivech. Tato změna se potom v pasivech promítne jako položka v ekvivalentech vlastního kapitálu.

Za **neúročený cizí kapitál** se považují zejména krátkodobé neúročené závazky. Mezi tyto závazky se řadí především dodavatelské úvěry, u kterých se předpokládá, že úroky z úvěru vstupují do nákupní ceny. U této položky lze udělat úpravu dvěma způsoby. Buď se o neúročené závazky sníží *NOA* nebo se o implicitní úroky zvýší *NOPAT*. Vzhledem k tomu, že vyčíslit v praxi implicitní úroky není jednoduché, je lepší použít způsob odečtení z operativních aktiv. Do neúročených krátkodobých závazků se dále řadí závazky



z obchodních vztahů, ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění, daňové závazky a závazky k ovládaným a řízeným osobám, k účetním jednotkám s podstatným vlivem, k zaměstnancům a jiné závazky.

Další položky, které je třeba od celkových aktiv odečíst, jsou časové rozlišení pasiv, dlouhodobé přijaté zálohy a rezervy, které jsou skutečnými závazky, tzn. ne všeobecné rezervy.

### Úprava čistého výsledku hospodaření (*NOPAT*)

Hlavní zásadou při určování *NOPAT* je vytvoření symetrie mezi *NOA* a *NOPAT*, což znamená, že pokud byly do *NOA* zahrnuty některá aktiva, tak nutně musí být do *NOPAT* zařazeny jim odpovídající náklady či výnosy a naopak. Pro výpočet *NOPAT* lze postupovat dvěma způsoby, přičemž výsledek by měl být vždy stejný. Rozdílnost spočívá ve stanovení základu pro výpočet *NOPAT*, zda se jako základ z českého účetnictví vezme výsledek hospodaření za běžnou činnost nebo provozní výsledek hospodaření. V českých podmínkách je praktičtější použití provozního výsledku hospodaření, neboť neobsahuje položky vztahující se k finanční činnosti, a tudíž více odpovídá výslednému *NOPAT*. Z tohoto důvodu bude v praktické části využito výpočtu na základě provozního výsledku hospodaření, kde postup výpočtu uvádí následující obrázek.

Obrázek 2. 3: Úpravy *VH* z provozní činnosti na *NOPAT*

1) <i>VH</i> z provozní činnosti
2) (-) provozní výnosy z neoperačního majetku (+) finanční výnosy z finančního majetku zahrnutého do <i>NOA</i> (+) provozní náklady na neoperační majetek
3) (+) odpisy goodwillu
4) (+) původní náklady s investičním charakterem (-) odpisy nehmotného majetku vytvořeného aktivací těchto nákladů
5) (+) leasingová platba (původní náklad na leasing) (-) odpisy majetku pronajatého na leasing
6) (-) neobvyklé zisky (+) neobvyklé ztráty
7) Eliminovat tvorbu a rozpouštění nákladových rezerv
8) Úprava daní na úroveň <i>NOPAT</i>

*Zdroj: Mařík, M. Metody oceňování podniku: proces ocenění, základní metody a postupy, 2007, str. 291*

Nejdříve je nutné v rámci ocenění vypočítat ukazatele  $EVA$  v čase  $t$ , což lze provést dvěma možnými způsoby, které vedou vždy ke stejnému výsledku. Prvním typem vyčíslení ukazatele je pomocí vzorce nákladů na kapitál (*Capital Charge*), který má tvar

$$EVA_t = NOPAT_t - NOA_{t-1} \cdot WACC_t, \quad (2. 59)$$

kde  $t$  je sledovaný rok a  $t-1$  je rok předchozí.

Druhý způsob vyčíslení ukazatele  $EVA$  spočívá ve využití vzorce hodnotového rozpětí (*Value Spread*), který vypadá takto

$$EVA_t = \left( \frac{NOPAT_t}{NOA_{t-1}} - WACC_t \right) \cdot NOA_{t-1}. \quad (2. 60)$$

Samotné ocenění lze obdobně jako je tomu i v případě diskontovaných peněžních toků provést různými variantami, tj. EVA entity, equity a APV.

**Metodou EVA-Entity** se oceňuje hodnota vlastního kapitálu podniku, přičemž diskontním faktorem jsou náklady na celkový kapitál. EVA-Entity lze vypočítat pomocí vzorce

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+WACC)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{WACC \cdot (1+WACC)^T} - D_0 + A_0, \quad (2. 61)$$

kde  $H_n$  je hodnota vlastního kapitálu (netto hodnota),  $EVA_t$  je ekonomická přidaná hodnota v roce  $t$  počítána metodou *EVA-Entity*,  $NOA_0$  jsou čistá operativní aktiva k datu ocenění,  $WACC$  jsou celkové náklady na kapitál,  $T$  je počet plánovaných let  $EVA$ ,  $D_0$  jsou úročené dluhy k datu ocenění a  $A_0$  jsou neoperační aktiva k datu ocenění.

**Metodou EVA-Equity** se rovněž vypočte hodnota vlastního kapitálu podniku. Rozdíl oproti předchozí metodě spočívá v diskontním faktoru, neboť v tomto výpočtu se použijí náklady na kapitál vlastní. Vzorec pro EVA-Equity má tvar

$$H_n = VK_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1+R_E)^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{R_E \cdot (1+R_E)^T} + A_0, \quad (2. 62)$$

kde  $EVA_t$  je ekonomická přidaná hodnota v roce  $t$  počítaná metodou *EVA-Equity*,  $VK_0$  je hodnota vlastního kapitálu k datu ocenění a  $R_E$  jsou náklady na kapitál vlastní.

**Metoda APV** se naprosto liší od těch předchozích, neboť hodnota podniku se získá součtem hodnoty celého podniku při nulovém zadlužení a současné hodnoty daňových úspor,

kteřé plynou z úročeného cizího kapitálu. Poté se přičtou neoperační aktiva a čistá operační aktiva k datu ocenění a odečte se hodnota úročeného cizího kapitálu k datu ocenění. Vzorec pro ocenění vlastního kapitálu podniku metodou APV má tvar

$$H_n = NOA_0 + \sum_{t=1}^T \left( \frac{EVA_t}{(1 + R_{E(n)})^t} \right) + \frac{EVA_{T+1}}{R_{E(n)} \cdot (1 + R_{E(n)})^T} + \sum_{t=1}^T \left( \frac{R_D \cdot D_{t-1} \cdot d}{(1 + R_D)^t} \right) + \frac{R_D \cdot D_T \cdot d}{R_D \cdot (1 + R_D)^T} - D_0 + A_0, \quad (2.63)$$

kde  $R_{E(n)}$  jsou náklady vlastního kapitálu při nulovém zadlužení společnosti,  $R_D$  jsou náklady kapitálu cizího,  $d$  je sazba daně z příjmu,  $EVA_t$  je ekonomická přidaná hodnota v roce  $t$  za předpokladu nulového zadlužení,  $D_{t-1}$  jsou úročené dluhy k počátku roku  $t$ .

Metoda EVA se začíná v České republice v praxi teprve prosazovat, ale už teď lze říci, že jde o metodu stejně významnou jako metoda DCF. Pokud se metoda EVA i DCF budou počítat ze stejných údajů, tj. u obou budou použity stejné náklady kapitálu, stejný zisk a stejný investovaný kapitál, měly by dávat přibližně stejný výsledek. Výhodou metody EVA oproti DCF je, že poskytuje navíc oceňovateli informace o tom, jaká část vypočtené hodnoty podniku existuje k datu ocenění, tj. NOA a jaká část teprve vznikne v budoucnu, tj. tržní přidaná hodnota (*MVA – Market Value Added*), neboť *MVA* je současná hodnota všech budoucích EVA.

## 2. 2. 10 Analýza citlivosti

Ve finanční teorii se mnohdy vyskytuje pojem nejistota a riziko. Nikdy nelze určit budoucí vývoj se stoprocentní pravděpodobností, a tudíž dochází k odchýlení skutečných výsledků od očekávaného výsledku podnikatelské činnosti. Je proto vhodné sestavit analýzu citlivosti, která podává obraz o tom, jak jsou výsledky ocenění citlivé na změnu jednoho nebo více zásadních parametrů.

Analýza citlivosti spočívá v tom, že se hlavní proměnné zvýší a sníží oproti základní prognóze o několik procent. Mezi klíčové proměnné při ocenění podniku metodou EVA patří *NOA*, *NOPAT* a *WACC*. Při analýze citlivosti ukazatele *EVA* na změnu čistého operačního výsledku hospodaření bude vzorec pro výpočet celkové hodnoty ukazatele *EVA* včetně odchylky vypadat následovně

$$EVA_{1+\alpha} = (1 + \alpha) \cdot NOPAT - WACC \cdot NOA_{t-1}. \quad (2.64)$$

Hodnota ukazatele *EVA* včetně odchylky po změně čistých operačních aktiv se vypočte pomocí následujícího vzorce

$$EVA_{1+\beta} = NOPAT - WACC \cdot (1 + \beta) \cdot NOA_{t-1}. \quad (2. 65)$$

Ukazatel  $EVA$  včetně odchylky prostřednictvím změny celkových nákladů na kapitál se vyčíslí jako

$$EVA_{1+\gamma} = NOPAT - (1 + \gamma) \cdot WACC \cdot NOA_{t-1}, \quad (2. 66)$$

kde  $NOPAT$  je čistý operační výsledek hospodaření,  $NOA$  jsou čistá operační aktiva,  $WACC$  jsou průměrné náklady kapitálu a  $\alpha$ ,  $\beta$ ,  $\gamma$  jsou parametry charakterizující relativní odchylku.

Při ocenění podniku metodou DCF se považují za klíčové parametry  $FCF$  a  $WACC$ . Změna parametrů se projeví ve změně pokračující hodnoty. Výše pokračující hodnoty po změně volných peněžních toků o zvolené procento se vypočte takto

$$PH_{1+\alpha} = \frac{(1 + \alpha) \cdot FCF}{WACC}. \quad (2. 67)$$

Ukazatel pokračující hodnoty včetně odchylky se po změně celkových nákladů na kapitál vypočte jako

$$PH_{1+\beta} = \frac{(1 + \beta) \cdot FCF}{WACC}, \quad (2. 68)$$

kde  $PH$  je pokračující hodnota,  $FCF$  jsou volné peněžní toky,  $WACC$  jsou celkové náklady kapitálu a  $\alpha$ ,  $\beta$  jsou parametry charakterizující relativní odchylku.

### **3 STRATEGICKÁ A FINANČNÍ ANALÝZA PODNIKU**

V této kapitole budou uvedeny dvě analýzy, které jsou velmi důležité pro oceňování podniku. První je analýza strategická, která napomáhá identifikovat vnitřní a vnější prostředí podniku. Druhou analýzou je analýza finanční, která podává pohled na finanční situaci společnosti. Před provedením jednotlivých analýz je důležité seznámit s oceňovanou společností, tj. s její historií, předmětem činnosti, vlastníky, personální politikou, apod.

#### **3. 1 Charakteristika a popis společnosti**

Meopta – optika, s.r.o. je světový výrobce optiky, který se specializuje na návrh, vývoj, konstrukci, výrobu a montáž optických, optomechanických a optoelektronických systémů. Společnost Meopta je tvořena ze dvou technologických center. Prvním je Meopta – optika, s.r.o., která sídlí v České republice ve městě Přerov a působí zde oddělení výzkumu a vývoje, engineeringu, výroba optiky i mechaniky, montáž či administrativa. Druhým centrem je Meopta U.S.A., Inc., které má sídlo na Long Islandu v New Yorku ve Spojených státech amerických a je složena z divizí pro letectví, obranné zakázky a severoamerickou sportovní optiku.

##### **3. 1. 1 Základní informace o společnosti**

Historie společnosti Meopta – optika, s.r.o. sahá až do roku 1933, kdy byla v Přerově založena firma Optikotechna. Počáteční výroba se zaměřovala především na výrobu čoček a kondenzorů, zvětšovacích přístrojů, dalekohledů, puškohledů a na další jednoduchou optiku. V roce 1936 Optikotechna vybudovala další nové výrobní prostory, aby byla schopna pokrýt stále rostoucí poptávku po výrobcích. V období druhé světové války byla firma donucena pozastavit nevojenskou výrobu a dodávat veškeré vojenské optické přístroje německé armádě. Po skončení války došlo k přejmenování Optikotechny na národní podnik Meopta. Po roce 1947 se začalo společnosti velice dařit, Meopta se stala jedním z největších výrobců zvětšovacích přístrojů na světě, ale hlavně jediným výrobcem kinoprojektorů ve Střední a Východní Evropě. Vojenská výroba, která bezpochyby dominovala v Meoptě, byla v roce 1989 náhle ukončena a podíl vojenské výroby klesl z původních 75 % až na nulu. Poté 21. 3. 1991 byla Meopta plně zprivatizována a zapsána do obchodního rejstříku jako akciová společnost.

V letech 1995-1996 se uskutečnil prodej společnosti současnému hlavnímu majiteli panu Paulovi Rausnitzovi, který o něco později zpětně integroval všechny dceřiné společnosti do jediného subjektu Meopty Přerov, a.s. Dalším důležitým milníkem byl rok 2004, kdy 8. září byla Meopta Přerov, a.s. vymazána z obchodního rejstříku. Tato společnost zanikla bez likvidace z důvodu převodu jejího jmění na společnost Meopta – optika, a.s., která přebrala veškerá aktiva a pasiva, povinnosti a závazky zaniklé společnosti. Meopta - optika, a.s. se stala dodavatelem největších světových optických firem. Poslední důležitou změnou bylo rozhodnutí valné hromady o změně právní formy a tak se dne 16. 3. 2006 Meopta – optika stala společností s ručením omezeným. Jako většina firem i Meopta – optika, s.r.o. byla velmi výrazně zasažena celosvětovou finanční a ekonomickou krizí, ovšem společnost potvrdila svoji výbornou pozici na světovém trhu a již koncem roku 2009 byly uzavřeny nové kontrakty.

V roce 2010 firma výrazně investovala do svého rozvoje a nových technologií. V současnosti probíhá rekonstrukce a modernizace výzkumného a vývojového centra, neboť se společnost snaží vybudovat moderní výzkumné a vývojové centrum na celosvětové úrovni.

Předmětem podnikání společnosti Meopta - optika, s.r.o. je:

- broušení a lapování průmyslové keramiky a jiných křehkých materiálů na přesnou rovinnost;
- koupě zboží za účelem jeho dalšího prodeje;
- výroba optických a fotografických zařízení;
- výroba zdravotnických přístrojů a zdravotnických prostředků;
- hodinářství;
- realitní činnost;
- galvanizérství;
- činnost technických poradců v oblasti normalizace;
- ubytovací služby;
- kovoobráběčství;
- výzkum a vývoj v oblasti nakládání s nebezpečnými odpady;
- nástrojařství;
- silniční motorová doprava osobní vnitrostátní a mezinárodní příležitostná;

- poskytování technických služeb, služby v oblasti administrativní správy a služby organizačně hospodářské povahy;
- návrhářská, designérská a aranžérská činnost;
- činnost účetních poradců, vedení účetnictví, vedení daňové evidence;
- zastupování v celním řízení;
- vývoj, výroba, opravy, úpravy, přeprava, nákup, prodej, půjčování, uschovávání, znehodnocování a ničení zbraní.

Meopta rozděluje svoji výrobu do tří základních částí, a to na sportovní optiku, průmyslovou optiku a optiku vojenskou. V rámci první skupiny, tj. sportovní optiky, společnost vyrábí binokuláry, spektivy pro pozorování přírody, ale také binokuláry, spektivy a puškohledy pro lov, policii či armádu.

Druhou velkou skupinu výrobků společnosti Meopta tvoří průmyslová optika. Do této skupiny se řadí výrobky typu volné optické díly, volné mechanické díly, optoelektronika a polovodič, digitální projekce, lékařská technika, nanotechnologie, tenkovrstvé ohřevné panely, optické prvky pro letecký průmysl, bezkontaktní měření a snímání, laserové aplikace, mikroskopie a polygrafické přístroje.

Posledním okruhem výroby je vojenská technika, kterou se snaží společnost rozvíjet už od roku 1937. V současnosti Meopta – optika, s.r.o. vyrábí vojenské binokuláry a pozorovací dalekohledy, vojenské puškohledy, klimátorové zaměřovače, noktovizní brýle a binokuláry, noktovizní zaměřovače či modulární systémy. Společnost vyrábí také optické systémy pro obrněná vozidla a tanky, jako jsou například periskopy, kombinované denní či noční přístroje a noktovizní přístroje. Další optické systémy, které společnost vyrábí pro vojenské aplikace, jsou námořní a letecké systémy a komponenty, systémy pro výcvik a simulaci, optické a optoelektronické sestavy a komponenty.

Meopta je na trhu již 77 let, kdy se snaží svoji činností na světových trzích o dokonalost. V současnosti je Meopta považována za elitního značkového výrobce optiky a dodavatele OEM produktů všech předních firem na světovém trhu. Společnost neustále uskutečňuje vysoké investice do nejmodernějších technologií v oblasti sférické a rovinné optiky. Díky tomu může společnost dodávat výrobky mimořádné kvality, výkonu, odolnosti a dlouhodobé stability do celého světa. Meopta – optika, s.r.o. dodává své výrobky do více

než 45 zemí světa, a to do všech zemí Evropské unie, USA, střední a východní Evropy, do Austrálie, jižní Ameriky či Ruska.

Společnost Meopta – optika, s.r.o. si zakládá na kvalitě výrobků, proto má mnoho certifikátů. Mezi základní certifikáty společnosti patří standardy ISO 9001, ISO 14001, ČOS 051622, ale také další zákaznické certifikáty, které osvědčují kvalitu jejich výrobků.

### 3. 1. 2 Struktura vlastníků

Výše základního kapitálu společnosti Meopta – optika, s.r.o. zůstává poslední dva roky nezměněna, avšak změna nastává ve struktuře společníků a jejich podílů. Gerald Rausnitz se stal vedle Paula Rausnitze osobou s podstatným vlivem. Další změnou je ubytí společníka TCI Services Establishment s rozhodujícím vlivem a přibytí společníka Davida Rausnitze s nepodstatným vlivem. Přesné rozdělení procentuálních podílů společnosti Meopta – optika, s.r.o. k 31. 12. 2009 uvádí následující tabulka.

*Obrázek 3. 1: Rozdělení vlastnických podílů společnosti Meopta – optika, s.r.o.*

Společníci	Podíl	Vklad
Paul Rausnitz	49,80 %	492 689 000 Kč
Gerald Rausnitz	44,50 %	440 226 000 Kč
David Rausnitz	4,95 %	48 972 000 Kč
Ing. Augustin Sobol	0,75 %	7 450 000 Kč
	100 %	989 337 000 Kč

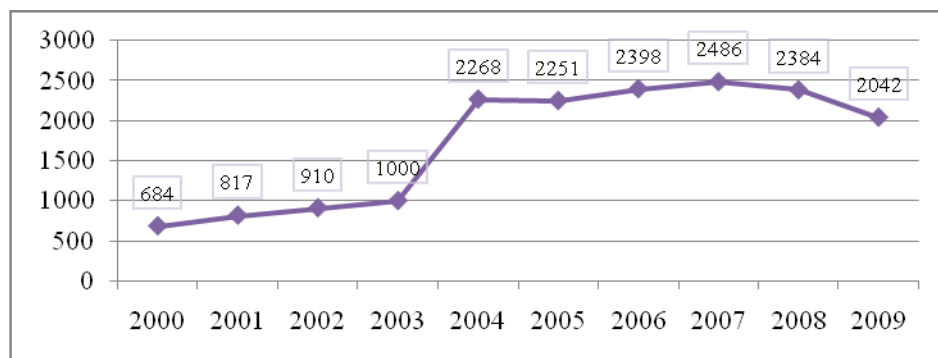
*Zdroj: interní zdroje společnosti*

### 3. 1. 3 Personální politika

Podrobná organizační struktura společnosti Meopta – optika, s.r.o. je uvedena v příloze č. 1 a mapa základních procesů, které probíhají ve firmě, zachycuje příloha č. 2. Personální politika Meopty – optiky, s.r.o. se odvíjí především podle úspěšnosti podniku na trhu. Společnosti se do roku 2007 ekonomicky dařilo, a tak nabírala stále více zaměstnanců. Zlom nastal až v polovině roku 2008, kdy společnost zaznamenala začínající krizi na světových trzích. Jeden z nevyhnutelných kroků byl omezování personálních nákladů, což se začalo projevovat v pozvolném snižování počtu pracovníků. Rok 2010 je pro společnost rokem znovunastartování po krizi a opět začíná nabírat nové zaměstnance. Tento vývoj průměrného počtu zaměstnanců během posledních desíti let zachycuje graf 3. 1.



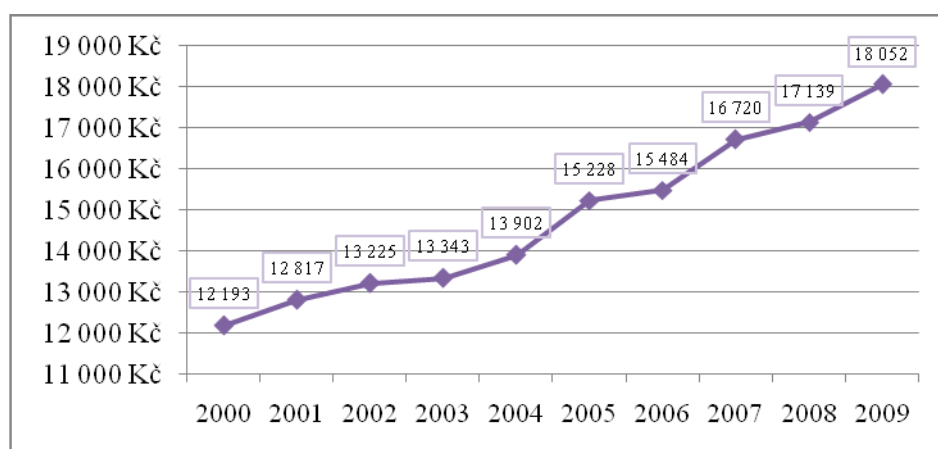
*Graf 3. 1: Vývoj průměrného počtu zaměstnanců za posledních deset let*



*Zdroj: interní zdroje společnosti*

Společnost Meopta – optika, s.r.o. se snaží o spokojenost zaměstnanců, o čemž svědčí také graf 3. 2, kde je uvedena průměrná měsíční hrubá mzda na jednoho zaměstnance, která se každým rokem zvyšuje. Společnost nabízí zaměstnanecké výhody, jako jsou zvyšování kvalifikace formou systému firemního vzdělávání, profesní růst, možnost vycestovat na zahraniční stáž do USA, příspěvek na penzijní připojištění, finanční odměna za pracovní jubileum, příspěvek na stravenky apod.

*Graf 3. 2: Průměrná měsíční hrubá mzda ve společnosti za posledních 9 let*



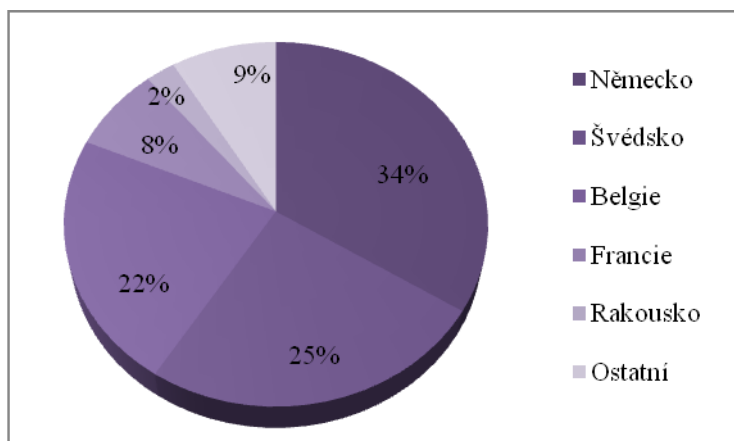
*Zdroj: interní zdroje společnosti*

### 3. 1. 4 Struktura tržeb společnosti

Společnost Meopta – optika, s.r.o. je exportní firmou, která vyváží své výrobky do více než 40 zemí světa. Nejvyšší podíl na celkových tržbách má vývoz do Evropské unie, jenž činí více než polovinu celkových tržeb. V rámci Evropské unie vyváží Meopta – optika, s.r.o. do všech členských států, nejvíce však do Německa, Švédska a Belgie. V roce 2009 tržby z prodeje vlastních výrobků exportovaných do Evropské unie (mimo ČR) činily

640 239 tis. Kč. Procentuální zastoupení tržeb z jednotlivých států v tomto roce uvádí následující graf.

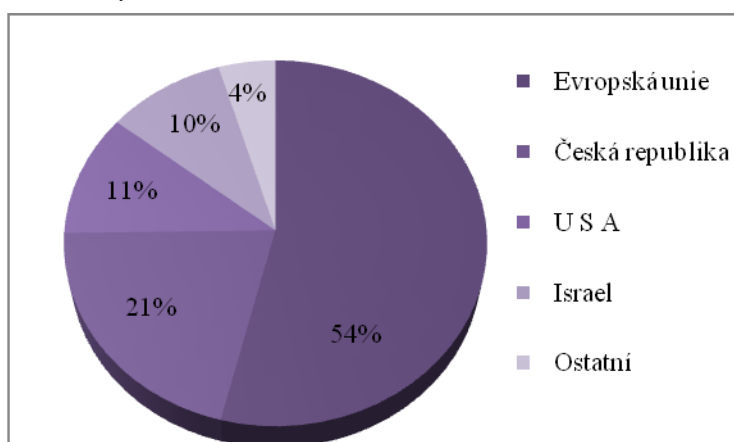
*Graf 3. 3: Rozdělení tržeb v rámci Evropské unie (mimo ČR) v roce 2009*



*Zdroj: interní zdroje společnosti*

Podstatnou část produkce Meopta – optika, s.r.o. prodá na domácím trhu v České republice. V roce 2008 tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb činily 294 492 tis. Kč, což bylo necelých 23 % na celkových tržbách. V roce 2009 díky globální hospodářské krizi tento odbyt činil o něco méně, a to 248 035 tis. Kč (21 % z celkových tržeb). Dalším významným odbytištěm produkce Meopty jsou Spojené státy americké, kde se exportuje převážně vojenská optika pro Armádu USA. V roce 2008 tyto tržby z vývozu do USA činily 13 % a v roce 2009 11 % na celkových tržbách společnosti. Neméně významné jsou také tržby z exportu do Izraele, které se pohybují okolo 10 % z celkových tržeb společnosti. Rozdělení celkových tržeb v roce 2009 uvádí následující graf.

*Graf 3. 4: Rozdělení celkových tržeb v roce 2009*



*Zdroj: interní zdroje společnosti*

Mezi položku ostatní v grafu 3. 4 se řadí státy jako například Švýcarsko, Norsko, Rusko, Macao, Austrálie, Turecko, Spojené arabské emiráty, Island, Chile, Taiwan, Mexiko, Thajsko, Japonsko, Kolumbie, Severní Korea, Vietnam, Kolumbie, Srbsko, Libanon, Nová Kaledonie a mnoho dalších států.

### **3. 2 Strategická analýza**

Velmi důležitou součástí oceňovacího procesu je strategická analýza. Základem této analýzy je analýza makroprostředí a mikroprostředí podniku či tzv. SWOT analýza. Výsledkem strategické analýzy by mělo být vymezení celkového výnosového potenciálu oceňovaného podniku.

#### **3. 2. 1 Analýza makroprostředí**

Analýza vývoje makroprostředí podniku je nezbytná, neboť její vývoj má podstatný vliv na výkonnost dané společnosti. Důležité je posoudit vývoj podmínek, ve kterých podnik působil nejen v minulosti, ale také v současnosti a především učinit prognózu vývoje do budoucnosti. Mezi klíčové makroekonomické ukazatele, které se v tomto ohledu nejčastěji sledují, patří vývoj HDP, inflace, nezaměstnanosti, kurzu české měny, ale také vývoj úrokových sazeb.

Je zřejmé, že do jisté míry jsou všechny ukazatele ovlivněny stále přetrvávající globální finanční a ekonomickou krizí. Prvotní příčinou vzniku této krize byla americká hypoteční krize v roce 2007, která přerostla v roce 2008 v celosvětovou finanční krizi. V důsledku této krize došlo k silnému poklesu poptávky a světová ekonomika se postupně dostávala do recese. Do České republiky se tato krize začala dostávat ve 2. polovině roku 2008 a plně se projevila až v letech 2009 a 2010. Před samotnou analýzou je nutné podotknout, že je velice obtížné predikovat délku a hloubku dopadu trvání globální finanční a ekonomické krize, tudíž je i predikce základních ukazatelů velmi komplikovaná.

**Hrubý domácí produkt** patří mezi nejsledovanější a nejdůležitější makroekonomické veličiny, neboť hovoří o úspěchu či neúspěchu hospodářství dané země. Hrubý domácí produkt představuje sumu peněžních hodnot finálních výrobků a služeb, které byly vyprodukovány za určité období (zpravidla jeden rok) výrobními faktory alokovanými v dané zemi bez ohledu na to, kdo je vlastní. Historický vývoj HDP České republiky za období 2004 až 2009 uvádí následující tabulka.

Tabulka 3. 1: Vývoj HDP v letech 2004 až 2009

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>HDP (v mld. Kč, běžné ceny)</b>	2 814,8	2 983,9	3 222,4	3 535,5	3 689,0	3 625,9
<b>HDP (v mld. Kč, stálé ceny)</b>	2 474,0	2 630,3	2 809,3	2 981,6	3 055,0	2 928,3
<b>HDP (meziročně v %, reálně)</b>	4,5	6,3	6,8	6,1	2,5	-4,1

Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz)

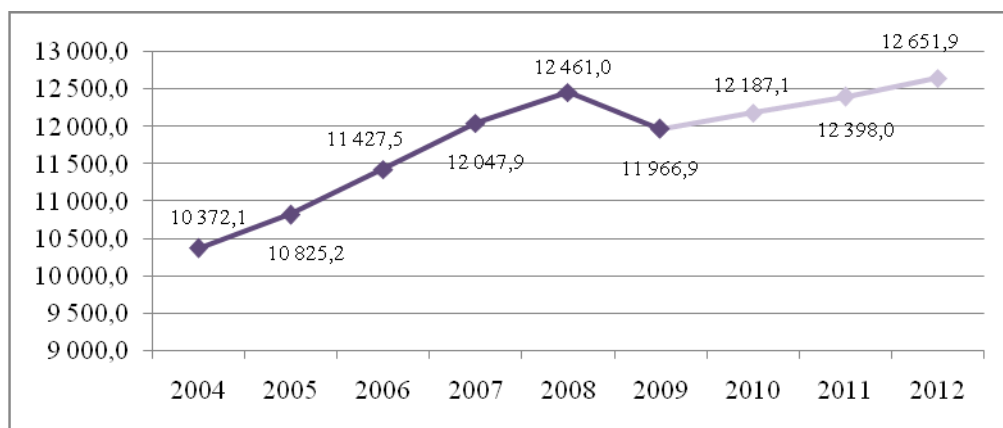
V roce 2004 vstoupila ČR do Evropské unie, což mělo příznivý dopad na ekonomiku. Vyšší otevřenost vnějšího sektoru výrazně přispěla k růstu zahraničního obchodu, neboť vývoz zboží vzrostl meziročně více, než dovoz zboží. Hrubý domácí produkt se v tomto roce zvýšil o 4 % oproti roku 2003 a dosahoval v běžných cenách hodnoty 2 814,8 mld. Kč. Hospodářský růst zrychloval taktéž v roce 2005, kdy HDP meziročně vzrostl o 6,3 %. Tento růst byl opět způsoben zahraničním obchodem, kdy došlo k výraznému zlepšení exportní výkonnosti. V roce 2006 se ČR řadila ke státům s nejrychleji rostoucím HDP v Evropě, kdy její hrubý domácí produkt vzrostl meziročně až o 6,8 %. Příčinou tohoto růstu byl stejně jako v předcházejících letech zahraniční obchod, ale nově také rostoucí domácí poptávka. V tomto roce se znatelně zvýšila spotřeba domácností, ale také investiční aktivita. Hrubý domácí produkt poprvé zdolal hranici 3 000 mld. Kč a v běžných cenách činil 3 222,4 mld. Kč. V roce 2007 česká ekonomika opět patřila k nejrychleji rostoucím zemím v Evropě. Meziroční růst činil 6,1 %, kdy se nejvíce na tomto růstu podílel růst domácí poptávky, ale svůj podíl měl také rozvoj zpracovatelského průmyslu.

Jak již bylo zmíněno výše, v druhé polovině roku 2008 postihla také českou ekonomiku hospodářská krize. Hospodářský růst se především na konci roku výrazně zpomalil a hrubý domácí produkt tak meziročně vzrostl pouze o 2,5 %. Tento značný dopad krize na českou ekonomiku byl zapříčiněn především díky recesní ekonomice Evropské unie, neboť právě EU je nejvýznamnějším odbytištěm tuzemské produkce. Zpomalení růstu HDP bylo způsobeno také nižším tempem růstu spotřeby domácností, růstem cen surovin a v neposlední řadě také posilováním koruny. Hrubý domácí produkt v roce 2008 činil v běžných cenách 3 689 mld. Kč. V roce 2009 zaznamenala česká ekonomika historický propad, kdy se hrubý domácí produkt snížil meziročně reálně o 4,1 %. Tento historický pokles byl způsoben masivním poklesem průmyslu a exportu včetně vnějších zakázek a investic v prvním čtvrtletí. Následně ke konci roku byl propad HDP způsoben poklesem koupěschopné poptávky, neboť na domácnosti dolehlo propouštění, na firmy dopadl nedostatek zakázek a ztížený přístup k financím, ale také zhoršený stav veřejných financí.

Důležitá je také prognóza vývoje hrubého domácího produktu do budoucna. Česká národní banka uvádí prognózu vývoje HDP na svých internetových stránkách a předpovídá, že HDP v roce 2010 vzroste meziročně reálně o 2,3 %. Tato optimistická očekávání pramení především z toho, že se očekává růst v celé Evropě. Pro rok 2011 dále prognózuje meziroční reálný růst o 1,2 % a v roce 2012 růst až o 2,5 %. Z toho plyne, že ekonomika by se měla v roce 2009 odrazit ode dna a následně by měla pozvolna růst.

Společnost Meopta – optika, s.r.o. vyváží podstatnou část své produkce do zemí Evropské unie, proto je potřeba zhodnotit také vývoj hrubého domácího produktu EU, tedy pomocí indikátoru HDP 27. Vývoj HDP 27 v běžných cenách znázorňuje následující graf, kde je vidět, že hrubý domácí produkt také jako v ČR rostl až do roku 2009, kdy se globální finanční a ekonomické krize přelila do celé Evropské unie a HDP tak poklesl o 4,2 %. Graf znázorňuje také predikce Eurostatu ohledně budoucího vývoje hrubého domácího produktu (světlejší datová čára) v letech 2010 až 2012, kde je opět nastíněno optimistické očekávání ohledně budoucího hospodářského vývoje.

*Graf 3. 5: Historický vývoj a predikce vývoje HDP 27 (v běžných cenách) v mil. Eur*

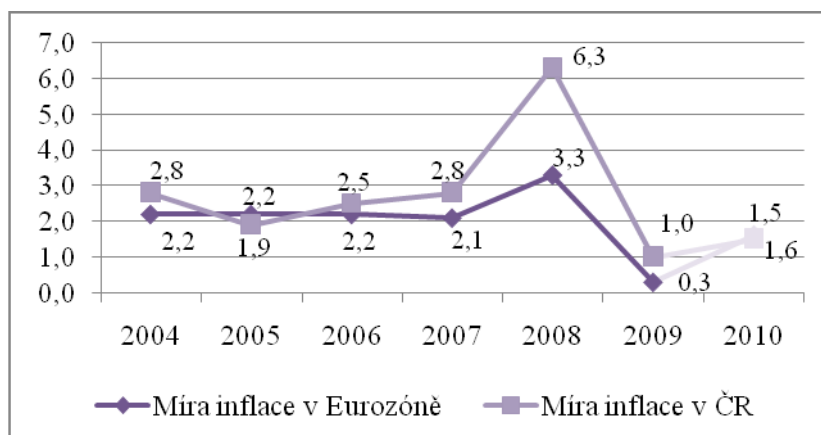


*Zdroj: [epp.eurostat.ec.europa.eu](http://epp.eurostat.ec.europa.eu)*

Dalším faktorem, který působí na každou společnost bez ohledu na její předmět činnosti a je důležité jej sledovat, je **míra inflace**. Podstatné je jak rychle dokáže daná společnost na inflaci zareagovat, neboť inflace se promítá jak do vstupů, tak do výstupů

podniku. Obecně míra inflace<sup>14</sup> vyjadřuje růst cenové hladiny a je měřena přírůstkem indexu spotřebitelských cen. Míru inflace v České republice a v Eurozóně uvádí následující graf.

Graf 3. 6: Míra inflace v ČR a v Eurozóně (v %)



Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz), [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz), [epp.eurostat.ec.europa.eu](http://epp.eurostat.ec.europa.eu)

Z výše uvedené grafu je patrné, že do roku 2007 byla inflace v České republice relativně stabilní a nízká, což působilo velmi pozitivně na vývoj ekonomiky, neboť nízká inflace zvyšuje růst reálných mezd a také koupěschopnost obyvatelstva. K většímu růstu inflace došlo v roce 2008, kdy průměrná roční míra růstu činila 6,3 %, což bylo nejvíce za posledních deset let. Tento růst byl ovlivněn řadou faktorů, a to především růstem cen potravin, zvýšením sazby DPH z 5 % na 9 % u vybraných druhů zboží a služeb, zvýšením spotřební daně u tabákových výrobků, zavedením regulačních poplatků, ale také zvýšením cen v sektoru bydlení, neboť došlo ke zvýšení cen energií a regulovaného nájemného. Naopak v roce 2009 se průměrná míra inflace dostala na jednu ze svých nejnižších hodnot od roku 1989, a to na 1 %. Tento pokles souvisí i s ekonomickou krizí, neboť došlo k poklesu cen například u potravin a nealkoholických nápojů, pohonných hmot či automobilů. Pro rok 2010 predikuje Česká národní banka průměrnou roční míru inflace o něco vyšší (1,5 %).

V Eurozóně je průměrná roční míra inflace o něco nižší než v České republice. Do roku 2007 byla míra inflace taktéž nízká a stabilní. K menšímu výkyvu došlo pouze v roce

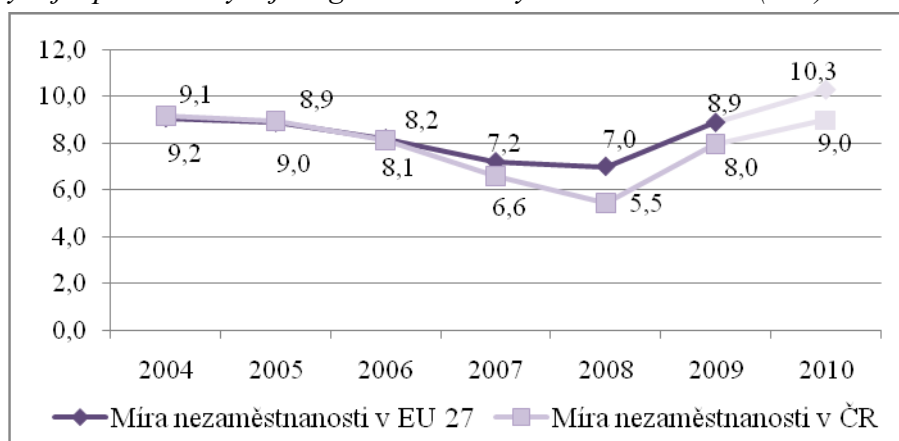
---

<sup>14</sup> Míra inflace (t/r průměr) podle ČSÚ vyjadřuje procentní změnu průměrné cenové hladiny za dvanáct měsíců roku proti průměrné cenové hladině dvanácti měsíců předchozího roku. Tyto průměry jsou počítány z bazických indexů spotřebitelských cen s cenovým základem prosinec 2005 = 100.

2008, kdy inflaci v Eurozóně tlačil vzhůru především vysoký nárůst cen potravin a energií. Následující rok míra inflace klesla až na hodnotu 0,3 %. Hlavním důvodem bylo navýšení úrokových sazeb v Eurozóně, kterým zasáhla Evropská centrální banka proti vzrůstající se inflaci, ale také snížení ceny ropy. Podle predikcí Eurostatu by měla průměrná míra inflace v roce 2010 činit 1,6 %.

**Míra nezaměstnanosti** je dalším důležitým faktorem, jenž má podstatný vliv na činnost podniku. Sleduje se míra registrované nezaměstnanosti, která se vypočte jako podíl počtu tzv. dosažitelných neumístěných uchazečů o zaměstnání k celkové pracovní síle. Procentuální vývoj míry nezaměstnanosti v České republice a v Evropské unii uvádí následující graf.

*Graf 3. 7: Vývoj a predikce vývoje registrované míry nezaměstnanosti (v %)*



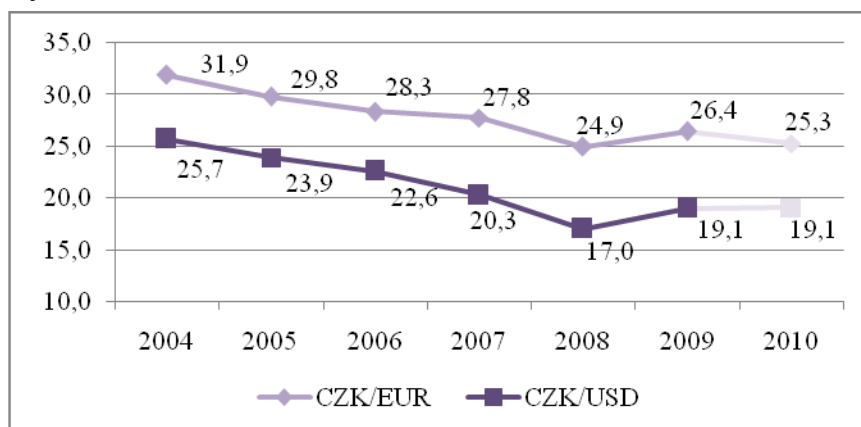
*Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz), [epp.eurostat.ec.europa.eu](http://epp.eurostat.ec.europa.eu)*

Míra registrované nezaměstnanosti měla, jak je vidět v grafu 3. 7 klesající tendenci. V roce 2008 se snížila téměř o polovinu oproti roku 2004. Tento trend poklesu byl zastaven v roce 2009, kdy se do české ekonomiky plně promítla globální ekonomická krize. Nezaměstnanost tak vzrostla na 8 %. Predikce vývoje míry nezaměstnanosti podle Ministerstva financí ČR pro rok 2010 je mírný nárůst na 9 %.

Obdobně se vyvíjela míra registrované nezaměstnanosti v celé Evropské unii, neboť do roku 2008 taktéž klesala. K jejímu nárůstu došlo rovněž v roce 2009 díky globální ekonomické krizi. Podle Eurostatu by měla míra nezaměstnanosti dále růst také v roce 2010, a to až na 10,3 %.

Zejména pro společnost Meopta – optika, s.r.o., která má vysoký podíl exportu, má zásadní význam **kurz české koruny**. Pokud bude docházet k posilování měny, zboží se stane dražším pro zahraniční odběratele, a budou ho tak méně nakupovat a naopak. Kolísání měnového kurzu pro vývozce není příliš pozitivní, neboť je velmi obtížné odhadnout jejich budoucí tržby a také je tím ovlivněna konečná roční bilance podniku. Společnost Meopta-optika, s.r.o. nejvíce vyváží do Evropské unie a velkou část také do USA, proto bude analyzován vývoj české koruny k euru a k dolaru.

Graf 3. 8: Vývoj kurzu CZK/EUR a CZK/USD



Zdroj: [www.czso.cz](http://www.czso.cz)

Graf 3. 8 ukazuje vývoj kurzu CZK/EUR<sup>15</sup> a CZK/USD<sup>16</sup>. D o roku 2008 klesal, což znamená, že exportérům se zdražoval vývoz. Toto posilování české koruny se dělo především díky vysoké otevřenosti české ekonomiky, přebytkové platební bilanci a velkému přílivu přímých zahraničních investic. V roce 2008 se česká koruna dostala na své minimum a stala se tak jednou z nejrychleji posilujících i nedramatičtěji oslabujících měn na světě. O rok později oslabila v průměru na 26,4 CZK/EUR a na 19,1 CZK/USD. Po velkých výkyvech se koruna v poslední době ustálila a stabilizovala. Dle predikce ČNB pro příští rok budou výkyvy české koruny spíše krátkodobé a neměly by být větší, než korunu do plusu či mínusu.

Pro analýzu makroprostředí podniku jsou důležité také **úrokové sazby**, neboť společnost Meopta-optika, s.r.o. má vysoký podíl bankovních úvěrů. Za Českou republiku

<sup>15</sup> Průměr denních nominálních kurzů koruny k euru za rok.

<sup>16</sup> Průměr denních nominálních kurzů koruny k dolaru za rok.



budou reprezentovat úrokové sazby dvoutýdenní Repo sazba, což je sazba, za kterou ČNB odkupuje od obchodních bank jimi eskontované směnky. Za EU budou představovat úrokové sazby tzv. margine lending facility (MLF) neboli marginální zápůjční facilitu, což jsou stálé prostředky Eurosystemu, kterých mohou obchodní banky využít a půjčit peníze přes noc od národní centrální banky oproti způsobilým aktivům. Čím budou tyto úrokové sazby poskytované centrálními bankami nižší, tím budou levnější také úvěry poskytované podnikům obchodními bankami a dojde tak povzbuzení investičních aktivit a následně celé ekonomiky.

*Tabulka 3. 2: Vývoj a predikce marginálních zápůjčních facilit a 2T Repo sazby (v %)*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
<b>MLF</b>	3,00	3,25	4,50	5,00	3,00	1,75	1,75
<b>2T Repo sazba</b>	2,50	2,00	2,50	3,50	1,50	1,00	0,75

*Zdroj: [www.cnb.cz](http://www.cnb.cz), [www.ecb.int](http://www.ecb.int)*

Jak je patrné v tabulce 3. 2 do roku 2007 se 2T Repo sazba pomalým tempem zvyšovala. Vrcholu dosáhla v roce 2007, kdy činila 3,5 %. Následující rok došlo k jejímu prudkému poklesu na 1,5 %, kdy se úroková sazba snížila až o 2 %. V roce 2009 došlo k jejímu dalšímu snížení na 1 %. Česká národní banka předpovídá pokles sazeb i v roce 2010, a to až na 0,75 %. Toto markantní snižování 2T Repo sazby souvisí se snahou ČNB povzbudit ekonomiku po zásahu celosvětové finanční a hospodářské krize.

Obdobně reaguje i Evropská centrální banka, neboť do roku 2007 se MLF zvyšovaly až na úroveň 5 %. Od roku 2008 začaly sazby klesat, až na hodnotu 1,75 %. Podle zpráv Evropské centrální banky by měla být sazba MLF v roce 2010 ponechána na konstantní úrovni jako v roce 2009.

### 3. 2. 2 Analýza mikroprostředí

Smyslem této analýzy je identifikovat prostředí přímo ovlivňující podnikání společnosti v daném odvětví. Odvětví lze identifikovat dle klasifikace ekonomických činností (CZ-NACE DL). Společnost Meopta – optika, s.r.o. se řadí dle klasifikace ekonomických činností do CZ-NACE 26, tj. výroba počítačů, elektronických a optických přístrojů a zařízení, a to konkrétně do podskupiny CZ-NACE 26.7, což je výroba optických a fotografických přístrojů a zařízení.

Nejdůležitější v tomto odvětví jsou **tržby za prodej vlastních výrobků a služeb**. Výše tržeb za celé odvětví (CZ-NACE 26) byla získána z internetových stránek Ministerstva

průmyslu a obchodu ČR. Do roku 2009 tyto tržby v celém odvětví rostly, kdy v roce 2007 činily 218,9 mil. Kč a v roce 2008 se zvýšily až na 234,9 mil. Kč. Propad nastal v roce 2009, kdy se také v tomto odvětví projevila globální hospodářská krize. Tržby za vlastní výrobky a služby se v tomto roce propadly až na 198,5 mil. Kč. Toto odvětví patří k cyklickým odvětvím, která kopírují vývoj hospodářského cyklu a tudíž lze lépe předvídat budoucí vývoj.

Společnost Meopta – optika, s.r.o. je vysoce exportní firma, proto se u ní pokles tržeb projevil už v roce 2008, kdy mnoho světových firem díky počínající krizi omezovalo své investice a objednávky. K poklesu tržeb v roce 2008 došlo také díky nepříznivému vývoji kursů, neboť při každém vyfakturovaném 1 EUR společnost ztratila oproti předcházejícímu roku v průměru 2,69 Kč, a při každém 1 USD ztratila v průměru 1,71 Kč. Meoptě – optice, s.r.o. klesly tržby v roce 2008 oproti roku předchozímu o 10,7 % (z 1,41 mil. Kč na 1,26 mil. Kč) a v roce 2009 se snížily o 7,5 % (z 1,26 mil. Kč na 1,17 mil. Kč).

Vstup do odvětví CZ-NACE 26 je volný, nejsou zde žádné vládní regulace formou regulovaných cen či bariér vstupu do odvětví v podobě vládních licencí. Jedinou bariérou vstupu se můžou jevit vysoké startovací náklady na speciální výrobní zařízení.

Limitujícím faktorem pro rozvoj tohoto odvětví by mohl být nedostatek **kvalifikovaných zaměstnanců**. Společnost Meopta – optika, s.r.o. má však výhodu, neboť úzce spolupracuje se Střední školou technickou v Přerově, která sídlí hned vedle společnosti Meopta – optika, s.r.o. V této škole si společnost vychovává své budoucí kvalifikované pracovníky, kteří už za studia chodí do Meopty na praxi. Společnost také úzce spolupracuje s vysokými školami a přistupuje velmi pozitivně k možnosti zpracování bakalářských a diplomových prací ve firmě. V odvětví CZ-NACE 26 se snížil průměrný evidenční přepočtený počet zaměstnanců ze 40 745 v roce 2007 na 35 527 zaměstnanců v roce 2009. Toto snížení měla na svědomí reakce podniků na celosvětovou hospodářskou krizi.

V tomto odvětví existuje spousta drobných i velkých **dodavatelů** a jejich výběr může zásadním způsobem ovlivnit chod celého podniku. Meopta – optika, s.r.o. pečlivě vybírá své dodavatele prostřednictvím výběrových řízení na dodávky. S dodavateli se snaží navázat dlouhodobý a perspektivní vztah, aby byly zajištěny kvalitní, pravidelné a bezproblémové dodávky.

V odvětví, které se zabývá výrobou optických a fotografických přístrojů a zařízení je vysoce pravděpodobné, že podniky budou exportovat a hledat **odběratele** na celosvětové

úrovni. Společnosti v tomto odvětví by měly diverzifikovat rizika plynoucí ze specifčnosti vyráběných produktů a utvořit si tak síť celosvětových odběratelů. To se společnosti Meopta – optika, s.r.o. podařilo, neboť v současnosti vyváží do více než 40 zemí světa. Meopta našla své odběratele ve všech státech Evropské unie, dále v USA, Izraeli, Švýcarsku, Norsku, Rusku, Macau, Austrálii, Turecku, Spojených arabských emirátech, Islandu, Chile, Taiwanu, Srbsku, Mexiku, Thajsku, Japonsku a v mnoho dalších státech. O dobré image a o silném postavení na trhu svědčí nejen množství států, do nichž se společnosti podařilo se svými produkty proniknout, ale také množství vyspělých ekonomik, které přijaly Meoptu – optiku, s.r.o. mezi své klíčové dodavatele.

**Konkurence** v odvětví CZ-NACE 26.7 je vysoká, neboť toto odvětví zahrnuje širokou škálu výroby od fotografických po optické přístroje a zařízení. Každá část výroby má svoji specifickou konkurenci. Společnost Meopta – optika, s.r.o. rozděluje svoji produkci na tři základní části, tj. sportovní optika, průmyslová optika a vojenská optika, proto i konkurence se v každé části liší. Největší konkurencí v oblasti sportovní optiky jsou společnosti Zeiss, Swarovski a Leupold & Stevens. V oblasti průmyslové optiky jsou významnými konkurenty světové společnosti Quioptic, Carl Zeiss a Olympus. V sekci vojenská optika má společnost vysoké množství konkurence, neboť portfolio vojenské výroby je velmi rozsáhlé. Nutno poznamenat, že v ČR je Meopta ve výrobě optických přístrojů monopolem a tak veškerou konkurenci tvoří zahraniční společnosti.

Odvětví CZ-NACE 26.7 patří mezi technologická odvětví, která se neustále vyvíjí a je proto třeba pro udržení konkurenceschopnosti provádět různé inovace a vynakládat výdaje na **výzkum a vývoj**. Společnost Meopta – optika, s.r.o. si je vědoma důležitosti konkurenceschopnosti, proto každým rokem vynakládá okolo 25 až 30 mil. Kč na výzkum a vývoj a neustále provádí inovace v rámci majetku.

### **3. 3 Finanční analýza**

Tato podkapitola je zaměřena na analýzu finanční situace podniku prostřednictvím jednotlivých ukazatelů finanční analýzy. Vstupní údaje byly získány z účetních výkazů, tj. z rozvahy, výkazu zisku a ztráty a z výkazu cash flow za roky 2004 až 2009, které jsou uvedeny v přílohách č. 3-6. Cílem této analýzy je zjistit a vyhodnotit komplexně finanční

situaci podniku, která bude kvalitní podkladem pro ocenění společnosti. Pro hodnocení finanční situace a výkonnosti bude použita analýza účetních výkazů a poměrová analýza.

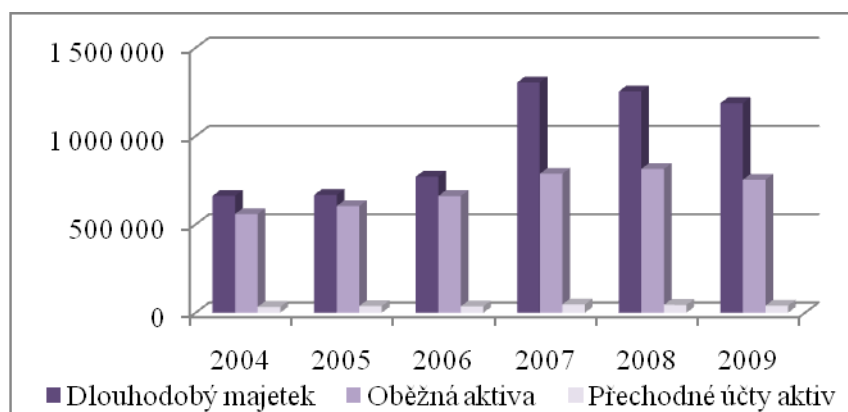
### 3.3.1 Analýza účetních výkazů

Analýza účetních výkazů se skládá z horizontální a vertikální analýzy. Přičemž horizontální analýza sleduje vývoj jednotlivých položek účetních výkazů v čase, a naopak vertikální analýza sleduje, jak se jednotlivé položky podílejí na jejich celkovém součtu. V příloze č. 3 a 4 se nachází rozvaha, v příloze č. 5 je uveden výkaz zisku a ztráty a v příloze č. 6 lze najít výkaz cash flow za roky 2004–2009.

**Horizontální analýza rozvahy**, jež zachycuje vývoj jednotlivých položek rozvahy v čase, je uvedena v příloze č. 7. V grafu 3. 9 je vidět, že aktiva společnosti měly do roku 2007 tendenci růstu, přičemž největší podíl na tom měl dlouhodobý majetek. Nejvyšší nárůst dlouhodobého majetku byl zaznamenán v roce 2007, a to až o 69,3 % oproti roku předchozímu. Tento nárůst byl způsoben tím, že společnost investovala vysoké finanční prostředky do oprav a rekonstrukcí výrobních a administrativních budov, které byly po roce 1989 z důvodu nedostatku finančních prostředků velmi zanedbány. Dále v roce 2007 společnost modernizovala a rozšiřovala strojní vybavení, které zvýšila až o 172,8 % oproti roku 2006. Strojní vybavení bylo rozšířeno především nákupem vakuové aparatury, soustruhů CNC, brousících a leštících strojů, fréz CNC a čistících zařízení. V roce 2008 a 2009 byly investice do dlouhodobého majetku zanedbatelné, proto jeho hodnota v těchto letech klesala. K nejvyššímu navýšení dlouhodobého nehmotného majetku za sledované období došlo v roce 2005 (o 33,39 %). V tomto roce společnost investovala do nového informačního systému Axapta, do softwaru domény a softwaru PRO/ENGINEER. V následujících letech už k žádným větším investicím v oblasti nehmotného majetku nedošlo, proto se jeho hodnota postupně snižovala. Na jeho poklesu se podílely také nehmotné výsledky výzkumu a vývoje, neboť nejvyšší investici v této oblasti společnost provedla v roce 2004 a poté ji trendově každým rokem snižovala.

Oběžná aktiva rostou nižším tempem, než stála aktiva, ale přesto je jejich vývoj stabilnější. Nejvyšší nárůst oběžných aktiv (o 19,04 %) byl zaznamenán v roce 2007. Tento nárůst byl způsoben především díky rostoucímu odbytu. U oběžných aktiv byl jediný meziroční pokles dosažen v roce 2009. Tento pokles činil 7,55 % a byl záměrný, neboť společnost v době finanční krize chtěla snížit přebytečné zásoby.

Graf 3. 9 Vývoj aktiv v letech 2004-2009 (v tis. Kč)

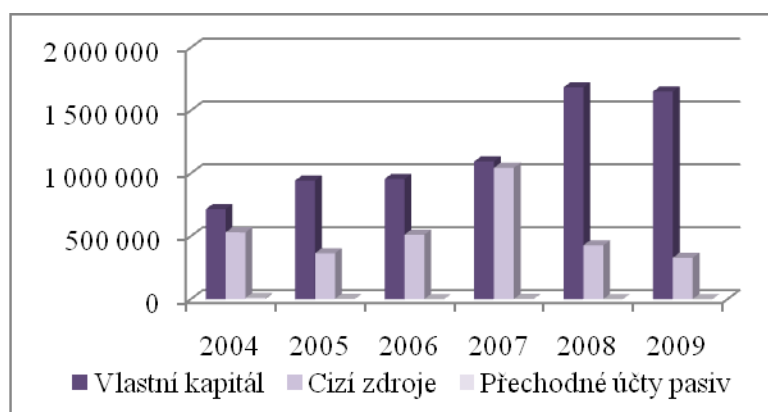


Zdroj: vlastní zpracování

Nejvyšší podíl na růstu pasiv měla hodnota vlastního kapitálu. V roce 2008 došlo ke značnému nárůstu vlastního kapitálu (necelých 54 %). Na toto navýšení měl největší vliv základní kapitál, který byl na základě rozhodnutí valné hromady zvýšen o nepeněžitý vklad formou kapitalizace pohledávek (590 069 tis. Kč). Tomuto navýšení předcházelo rapidní snížení základního kapitálu v roce 2006. V tomto roce společnost změnila právní formu podnikání z akciové společnosti na společnost s ručením omezeným. Na základě této přeměny mimořádná valná hromada rozhodla, že bude základní kapitál snížen o 53,85 %. Další položkou, která zaznamenala vysoký růst, jsou ostatní kapitálové fondy, které byly navýšeny v roce 2006 až o 96,13 %. V následujících letech se tyto kapitálové fondy společnost snažila udržovat v konstantní výši.

Cizí zdroje mají v průměru rostoucí tendenci, i když zde dochází k vysokému kolísání. V roce 2005 tyto zdroje klesly o 31,26 %, což bylo způsobeno tím, že společnost v roce 2005 splatila veškeré krátkodobé bankovní úvěry a nečerpala úvěry nové, ale také snížila o 46,82 % hodnotu svých krátkodobých závazků. V roce 2006 došlo naopak ke zvýšení cizích zdrojů o necelých 41 %, díky růstu dlouhodobých (o 15 %) a krátkodobých závazků (o 37,69 %), ale především čerpáním nového krátkodobého bankovního úvěru ve výši 56 058 tis. Kč. Následující rok došlo k dalšímu navýšení cizích zdrojů o 103,7 %. V tomto roce došlo k navýšení ostatních rezerv o 32 %, které společnost tvoří na dovolenou a na reklamace. Taktéž vysoce vzrostly dlouhodobé závazky (o necelých 203 %), krátkodobé a dlouhodobé bankovní úvěry a výpomoci (o 139,27 %). V roce 2008 i 2009 cizí zdroje klesaly. Tento úbytek zapříčinil především pokles krátkodobých a dlouhodobých závazků, bankovních úvěrů a rezerv na dovolenou a reklamace.

Graf 3. 10: Vývoj pasiv v letech 2004-2009 (v tis. Kč)

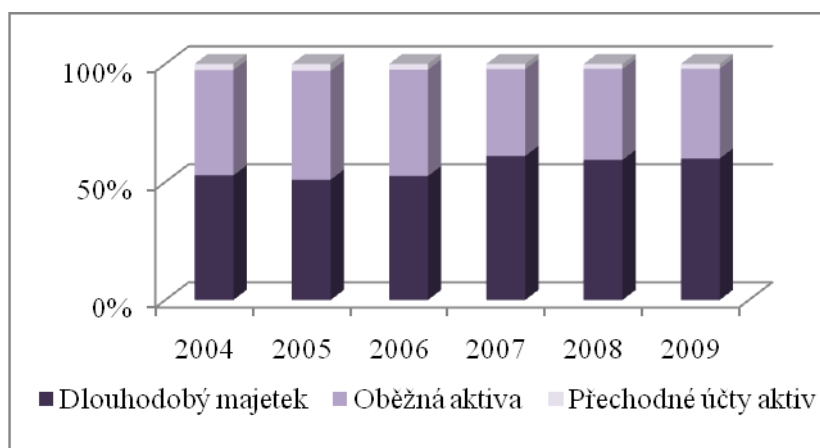


Zdroj: vlastní zpracování

Z **vertikální analýzy rozvahy**, která je uvedena v příloze č. 8 vyplývá struktura celkových aktiv a pasiv za roky 2004 až 2009. Po celé sledované období má na struktuře celkových aktiv největší podíl dlouhodobý majetek. Nejvyšší podíl dlouhodobého majetku na aktivech byl v roce 2007 (61 %), kdy společnost výrazně rozšiřovala strojní zařízení a modernizovala budovy. Naopak nejnižší podíl majetku na celkových aktivech byl v roce 2005 (51 %). Ve struktuře dlouhodobého majetku jasně převládá dlouhodobý hmotný majetek, který činí v průměru více jako 95 % dlouhodobého majetku. To já dáno předmětem podnikání, neboť Meopta – optika, s.r.o. je výrobní podnik a ke své činnosti potřebuje především pozemky, stavby a samostatně movité věci.

Zbytek aktiv je tvořen dlouhodobým nehmotným a finančním majetkem, konkrétně softwarem, ocenitelnými právy a podíly v ovládaných a řízených osobách, kterých však každým rokem ubývá. Nejvyšší podíl dlouhodobého finančního majetku na celkovém majetku (7,8 %) byl v roce 2007. V tomto roce společnost ovládala přímo Meoptu – USA, Inc. a nepřímo dalších šest společností (Meopta - dalekohledy, a.s., Meopta Defence, a.s., Meopta Systems, s.r.o., Meopta Laboratory Instr, s.r.o., Meomed, s.r.o. a Gambro-Meopta, s.r.o.). V roce 2009 společnost Meopta vlastní už jen z 52,55 % firmu Meomed, s.r.o. a z 50 % společnost Meopta Systems, s.r.o., což tvoří jen necelé jedno procento z celkového majetku společnosti.

Graf 3. 11: Vývoj struktury celkových aktiv v letech 2004-2009



Zdroj: vlastní zpracování

Oběžná aktiva tvoří v průměru 41 % z celkových aktiv. Nejvyšší poměr oběžných aktiv na celkových aktivech byl v roce 2005 (46,1 %) a poté se jeho hodnota každým rokem snižovala z důvodu plánované redukce zásob. Nejvyšší podíl na oběžných aktivech tvoří zásoby, především výrobky, materiál, nedokončené výrobky a polotovary. Poté krátkodobé pohledávky, krátkodobý finanční majetek ve formě hotových peněz a peněz na běžném účtu. Nejméně se na celkové hodnotě aktiv podílí dlouhodobé pohledávky, neboť ty měla společnost pouze v roce 2004.

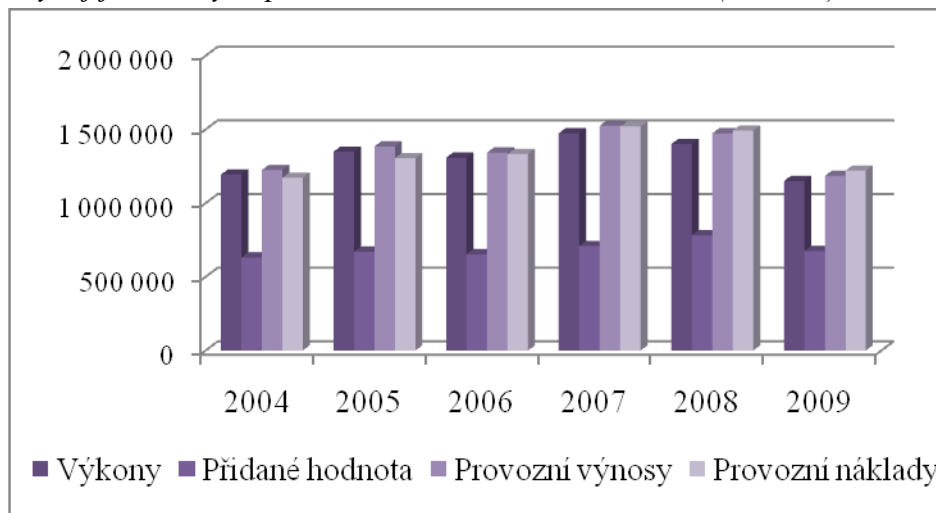
Podíl časového rozlišení na celkových aktivech je zanedbatelný, činí v průměru 2,4%.

**Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty** zachycuje vývoj jednotlivých položek v čase. Změny jednotlivých dílčích položek VZZ v absolutním i relativním vyjádření jsou uvedeny v příloze č. 9. Společnost Meopta – optika, s.r.o. se nezabývá prodejem zboží, proto obchodní marže, která udává podíl tržeb za prodané zboží a nákladů vynaložených na dané zboží, není tak důležitá. Daleko významnější položkou výkazu zisku a ztráty jsou výkony, které obsahují tržby za prodané vlastní výrobky a služby. Jejich vývoj zachycuje graf 3. 12, kde je vidět, že vyjma roku 2005, postupem času výkony klesají. Nejvyšší pokles výkonů byl zaznamenán v roce 2009 (o necelých 19 %), kdy byla společnost Meopta – optika, s.r.o. zasažena globální ekonomickou krizí. Přidaná hodnota rostla až do roku 2009, což bylo dáno poklesem tržeb, který byl vyšší než pokles výkonové spotřeby.

Provozní výnosy v období 2004 až 2007 rostly v průměru o 7,9 %. V roce 2008 dolehla globální finanční a ekonomická krize i na zakázky a odbyt společnosti Meopta – optika, s.r.o. Díky tomu v roce 2008 klesly provozní výnosy o 3,4 % a v roce 2009

až o 19,6 %. V období hospodářské krize klesly taktéž provozní náklady. V roce 2008 a 2009 tyto náklady převýšily provozní výnosy, což pro společnost nebylo pozitivní.

*Graf 3. 12: Vývoj jednotlivých položek VZZ za období 2004-2009 (v tis. Kč)*



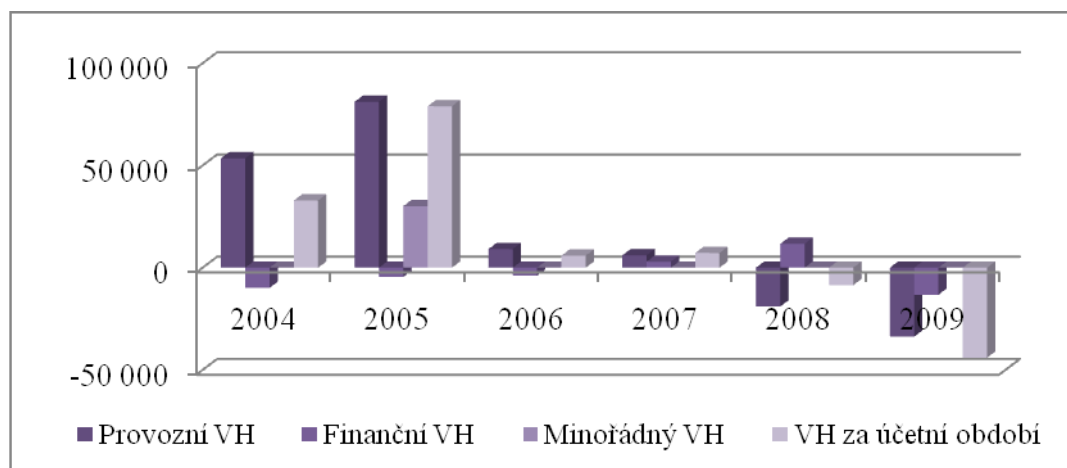
*Zdroj: vlastní zpracování*

Další ukazatele, které je nutno sledovat jsou jednotlivé úrovně zisku, které společnost vykazuje. Výsledek hospodaření ze základní činnosti podniku je provozní výsledek hospodaření, který rostl pouze do roku 2005. V roce 2006 se jeho růst snížil až skoro o 89 %. Toto snížení zapříčinilo hned několik faktorů. Především zvýšení výkonové spotřeby (17,23 %), zvýšení osobních nákladů (12,85 %) a snížení tržeb z prodeje zboží (12,7 %). V tomto roce se také začalo stále více projevovat posilování CZK vzhledem k EUR a USD, což pro exportní společnost jako Meopta – optika, s.r.o. znamená snížení tržeb. Hlavní příčinou velkého snížení objemu tržeb v roce 2008 a 2009 byla situace, která nastala na světových finančních trzích a následně se promítla do všech segmentů světového obchodu.

V případě finančního výsledku hospodaření je důležitý hlavně vývoj úrokových výnosů a nákladů a vývoj ostatních finančních výnosů a nákladů. Výnosové úroky dost kolísají, což je spojeno s neustálým nákupem a prodejem podílů v ovládaných a řízených osobách a osobách s podstatným vlivem. Nákladové úroky jsou několikanásobně vyšší, než úroky výnosové a jejich výše rostla až do roku 2007. V roce 2008 a 2009 došlo k jejich snížení z důvodu poklesu úročených závazků. Ostatní provozní výnosy a náklady zahrnují především kurzové zisky a ztráty a jejich hodnota v čase rostla. Finanční výsledek hospodaření je záporný kromě roku 2006, kde byly vysoké ostatní finanční výnosy a roku 2007, kdy společnost prodala velkou část svého dlouhodobého finančního majetku.



Graf 3. 13: Vývoj hospodářských výsledků za období 2004-2009 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Mimořádný výsledek hospodaření byl zaznamenán pouze v roce 2005, kdy došlo k přecenění zásob v bývalé společnosti Meopta – optika, a.s., kde do ocenění byla zahrnuta výrobní režie ve výši 30 117 tis. Kč. Tím byla sjednocena metodika ocenění v celé společnosti.

Za souhrnnou položku u **vertikální analýzy výkazu zisku a ztráty** byly vybrány celkové náklady a výnosy, ke kterým jsou vztaženy provozní, finanční a mimořádné náklady a výnosy. Společnost Meopta – optika, s.r.o. je výrobní podnik, z čehož plyne, že nejvyšší podíl na celkových výnosech mají provozní výnosy. V průměru mají provozní výnosy na celkových výnosech podíl 95 %, jen v roce 2008 je tento podíl nižší, neboť společnost v tomto roce prodala velkou část svého dlouhodobého finančního majetku. Mimořádné výnosy se podílely na celkových výnosech pouze v roce 2005 z důvodu přecenění zásob.

Tabulka 3. 3: Vývoj struktury nákladů a výnosu v letech 2004 až 2009

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Výnosy celkem</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>
Provozní výnosy	98,0 %	96,0 %	97,4 %	95,5 %	85,7 %	94,4 %
Finanční výnosy	2,0 %	1,9 %	2,6 %	4,5 %	14,3 %	5,6 %
Mimořádné výnosy	0,0 %	2,1 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %
<b>Náklady celkem</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>
Provozní náklady	97,1 %	97,6 %	97,1 %	95,6 %	86,4 %	93,6 %
Finanční náklady	2,9 %	2,4 %	2,9 %	4,4 %	13,6 %	6,4 %
Mimořádné náklady	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %

Zdroj: vlastní zpracování

Celkové náklady jsou taktéž tvořeny z největší části z provozních nákladů, opět v průměru 95 %. Finanční náklady tvoří asi 3 % z celkových nákladů, výjimkou je opět rok 2008. Mimořádné náklady za sledované období společnost nevykazovala ani jednou.

*Tabulka 3. 4: Vývoj struktury tržeb v letech 2004 až 2009*

	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Tržby celkem</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>	<b>100 %</b>
Tržby za prodej zboží	0,8 %	0,4 %	0,4 %	0,3 %	2,6 %	1,1 %
Tržby za prodej výrobků a služeb	98,7 %	98,9 %	98,6 %	97,1 %	93,4 %	98,2 %
Tržby z prodeje DM	0,1 %	0,1 %	0,0 %	0,1 %	0,0 %	0,3 %
Tržby z prodeje materiálu	0,5 %	0,6 %	1,1 %	2,5 %	1,0 %	0,4 %
Tržby z prodeje CP a podílů	0,0 %	0,0 %	0,0 %	0,0 %	3,0 %	0,0 %

*Zdroj: vlastní zpracování*

Přehled toho, z jakých tržeb jsou tvořeny celkové tržby, udává tabulka 3. 4. Je z ní jasné vidět, že nejvyšší podíl (okolo 98 %) mají tržby z prodeje vlastních výrobků a služeb, což je opět dáno povahou podnikání. Tržby z prodeje zboží, materiálu a dlouhodobého majetku a cenných papírů a podílů jsou zanedbatelné.

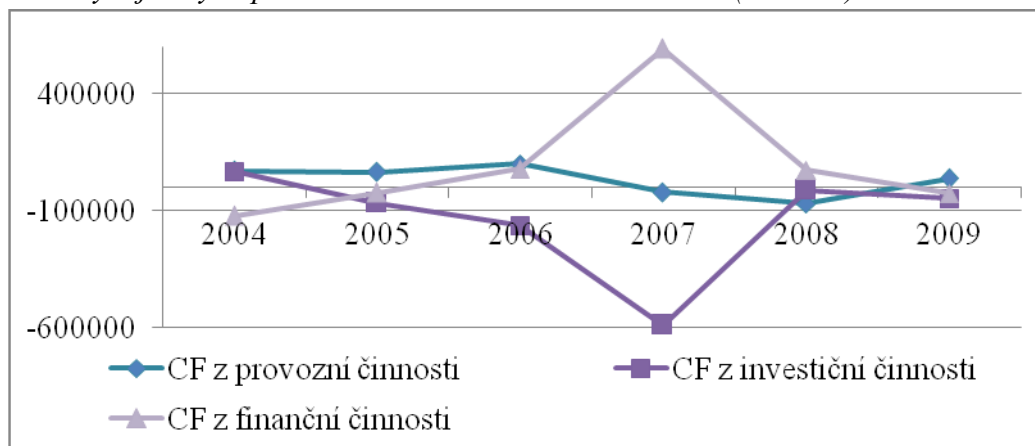
Další provedenou analýzou je **analýza výkazu cash flow**. Společnost Meopta pro sestavení přehledu o peněžních tocích využívá nepřímou metodu, jež je za roky 2004 až 2009 uvedena v příloze č. 6. Vývoj peněžních toků za sledované období uvádí graf 3. 14.

Nejdůležitější částí je CF z provozní činnosti, které by nemělo být dlouhodobě záporné. Z grafu č. 3. 14 je vidět, že společnost Meopta – optika, s.r.o. měla CF z provozní činnosti záporné v roce 2007 až 2008, což bylo zapříčiněno v roce 2007 změnou stavu pohledávek a zásob a v roce 2008 výsledkem hospodaření z běžné činnosti a změnou stavu krátkodobých závazků a zásob. V roce 2009 společnost dostala svůj CF do kladných hodnot, a to i přes vysoký záporný výsledek hospodaření. Toto zlepšení provozního cash flow se dělo především díky snižování zásob. CF z investiční činnosti bylo za sledované období vždy kromě roku 2004 záporné, neboť společnost neustále provádí investice do stálých aktiv. Z grafu 3. 14 je vidět, že nejvyšší investice společnost uskutečnila v roce 2007, kdy došlo k rozsáhlým rekonstrukcím budov a k velikému rozšíření strojního zařízení. V letech 2008 a 2009 došlo k utlumení investic z důvodu globální ekonomické krize.

CF z finanční činnosti bylo v roce 2004 a 2005 záporné, což souviselo s vytlačení minoritních akcionářů a splácením dlouhodobých závazků. V roce 2006 a 2007 se díky

novým úvěrům dostalo do kladných hodnot. V dalších letech už žádné vysoké úvěry nečerpala, spíše docházelo k jejich splácení a tak došlo opět k výraznému poklesu tohoto CF.

Graf 3. 14: Vývoj čistých peněžních toků za období 2004-2009 (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

### 3. 3. 2 Poměrová analýza

V této části budou propočteny ukazatele finančního zdraví podniku za období 2004 až 2009, mezi něž patří ukazatele rentability, likvidity, aktivity a zadluženosti.

**Ukazatele rentability** poměřují konečný efekt získaný podnikatelskou činností k určitému druhu vloženého kapitálu. Základním kritériem hodnocení rentability je ukazatel rentability aktiv (*ROA*), který poměřuje dosažený zisk před úroky a daněmi s aktivy investovanými do podnikání bez ohledu na zdroj jejich financování. Výše tohoto ukazatele by měla v čase růst, aby byla vytvářena hodnota pro vlastníky. Jak je vidět z tabulky 3. 5 *ROA* rostla pouze do roku 2005, kde dosáhla svého maxima 8,56 %. Rapidní snížení tohoto ukazatele (na 0,77 %) v roce 2006 bylo způsobeno obrovským propadem provozního výsledku hospodaření. V dalších letech se ještě ke snižování výsledku hospodaření přidaly velké investice do dlouhodobého hmotného majetku, které měly za následek růst aktiv. Tyto dva faktory způsobily propad *ROA* v roce 2009 až do záporných čísel (-2,12 %).

Tabulka 3. 5: Ukazatele rentability

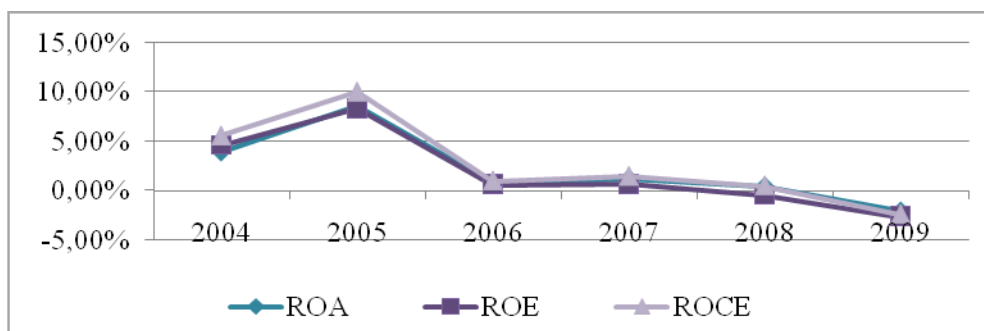
Ukazatel	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>ROA</b>	2. 4	3,91 %	8,56 %	0,77 %	1,17 %	0,39 %	-2,12 %
<b>ROE</b>	2. 5	4,60 %	8,37 %	0,62 %	0,66 %	-0,51 %	-2,67 %
<b>ROCE</b>	2. 6	5,54 %	9,99 %	0,98 %	1,44 %	0,47 %	-2,43 %

Zdroj: vlastní zpracování

Obdobně si vedl i ukazatel rentability vlastních zdrojů (*ROE*), který hodnotí výnosnost vlastních zdrojů vložených do podnikání. Tento ukazatel dosáhl svého maxima taktéž v roce 2005 (8,73 %). Poté se markantně snížil, opět z důvodu poklesu výsledku hospodaření. V dalších letech se k tomuto poklesu přidalo ještě navyšování vlastního kapitálu prostřednictvím zvyšování základního kapitálu a kapitálových fondů, což vedlo k dalším poklesům *ROE*. Rentabilita vlastních zdrojů byla záporná v roce 2008 (-0,51 %) a 2009 (-2,67%), což znamená, že společnost nedosahovala výnosnosti zdrojů vložených do podnikání vlastníky.

Rentabilita dlouhodobých zdrojů (*ROCE*) vyjadřuje efekt z dlouhodobých investic. Opět bylo nejvyšších hodnot dosaženo v roce 2005 (9,99 %). Pokles od roku 2006 byl způsoben jak růstem vlastního a cizího kapitálu, tak poklesem výsledku hospodaření.

Graf 3. 15: Ukazatele rentability



Zdroj: vlastní zpracování

**Ukazatele likvidity** slouží k posouzení, zda je podnik schopný hradit včas své závazky a mít dostatek prostředků k provedení plateb. Snižování likvidity vede ke zvyšování rentability, avšak velmi nízká likvidita má za následek platební neschopnost podniku. Proto je velice důležité najít mezi nimi kompromis.

Tabulka 3. 6: Ukazatele likvidity

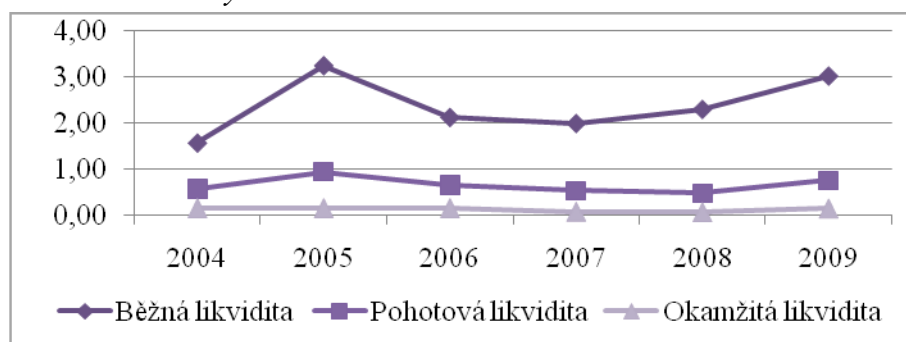
Ukazatel	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Běžná likvidita	2. 7	1,56	3,24	2,12	1,98	2,29	3,02
Pohotová likvidita	2. 8	0,56	0,94	0,65	0,53	0,47	0,75
Okamžitá likvidita	2. 9	0,14	0,14	0,14	0,07	0,05	0,13

Zdroj: vlastní zpracování

Běžná neboli pohotová likvidita říká, kolikrát je podnik schopen splatit své závazky po přeměně veškerých oběžných aktiv v daném okamžiku na hotovost. Hodnota tohoto ukazatele by se měla pohybovat v rozmezí 1,5–2,5. Jak je vidět v tabulce 3. 6 v celém sledovaném

období, kromě roku 2005 a 2009 spadala likvidita do tohoto intervalu. V letech 2005 a 2009 běžná likvidita přesahovala tento interval, což znamená, že společnost držela zbytečně mnoho likvidních prostředků, které by mohla obětovat pro zvýšení rentability. V roce 2005 byla tato vysoká likvidita způsobena nízkými krátkodobými závazky a v roce 2009 naopak vysokým objemem oběžných aktiv.

Graf 3.16: Ukazatele likvidity



Zdroj: vlastní zpracování

Dalším ukazatelem je pohotová likvidita, která je oproti té běžné očištěna o nejméně likvidní položku, tedy zásoby a měla by se pohybovat v intervalu od 1,0–1,5. Z tohoto ukazatele plyne, že společnost Meopta – optika, s.r.o. drží v zásobách velké množství peněžních prostředků, neboť očištěná oběžná aktiva nestačí v žádném roce na rychlé pokrytí krátkodobých závazků. Obdobně je na tom i ukazatel okamžité likvidity, který zohledňuje pouze ty nejlikvidnější aktiva a měl by se pohybovat okolo hodnoty 0,2. Společnost má ve sledovaném období velmi nízkou pohotovou i okamžitou likviditu, se kterou mohou být spojeny problémy platební neschopnosti.

**Ukazatele aktivity** informují společnost o tom, jak dokáže využít jednotlivé majetkové části. Hodnoty těchto ukazatelů zachycuje následující tabulka.

Tabulka 3. 7: Ukazatele aktivity (na dny)

Ukazatel	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Obrat celkových aktiv	2. 10	0,94	0,99	0,88	0,66	0,61	0,60
Doba obratu aktiv	2. 11	384	363	410	544	587	605
Doba obratu zásob	2. 12	109	119	128	147	180	173
Doba obratu pohledávek	2. 13	46	41	45	47	41	47
Doba obratu závazků	2. 14	157	98	125	228	73	60

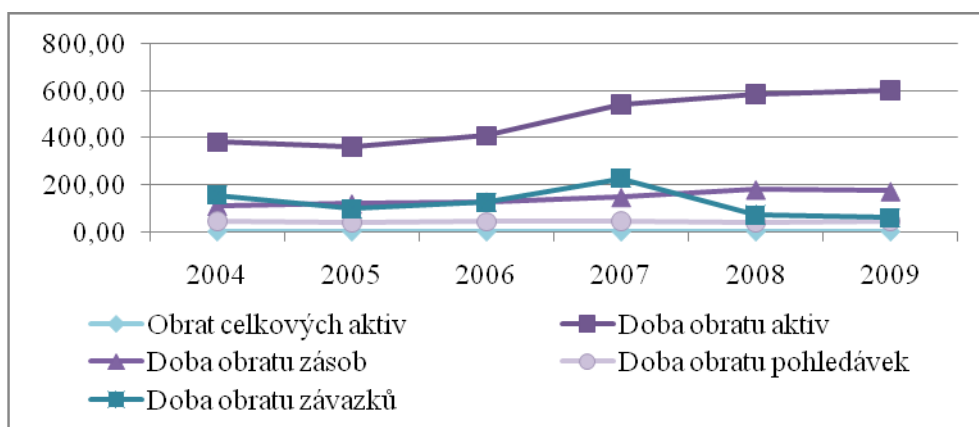
Zdroj: vlastní zpracování

Ukazatel obratu celkových aktiv neboli rychlost obratu udává, kolikrát za rok se obrátí celková aktiva. S růstem tohoto ukazatele roste také efektivita využívání majetku podniku. Jak je patrné z tabulky 3. 7 společnost Meopta – optika, s.r.o. má velmi nízkou rychlost obratu aktiv. Za sledované období je hodnota tohoto ukazatele vždy menší než 1, z čehož plyne, že společnost nevyužívá svůj majetek dostatečně efektivně.

Ukazatel doby obratu aktiv nám říká, za kolik dní dojde k obratu celkových aktiv. U doby obratu platí, že čím je tato doba kratší, tím je to pro podnik lepší. Za sledované období se u společnosti Meopta – optika, s.r.o. doba obratu zvyšovala, což není dobré. Maximální hodnoty bylo dosaženo v roce 2009, kdy obrat celkových aktiv byl uskutečněn až za 605 dní. Analogicky je na tom doba obratu zásob, která taktéž vykazuje rostoucí trend. Nejvyšší hodnota byla zachycena v roce 2008, kdy zásoby společnosti byly obráceny až za 180 dní.

Dalšími důležitými sledovanými ukazateli jsou doba obratu pohledávek a závazků. Doba obratu pohledávek vyjadřuje, za kolik dní jsou průměrně zaplaceny pohledávky. Jak je vidět v grafu 3. 17 hodnota tohoto ukazatele se drží na konstantní úrovni kolem 45 dní. Meopta – optika je velká společnost, která si může dovolit i delší doby splatnosti. Nejkratší dobu inkasování pohledávek měla společnost v letech 2005 a 2008, která v průměru činila 41 dní. Úzce s tímto ukazatelem je spojena doba obratu závazků. Tato doba obratu je v čase hodně nestabilní a dosahuje vysokých hodnot. V roce 2007 společnost Meopta splácela krátkodobé závazky v průměru až za 228 dní. Porovnáním doby obratu krátkodobých závazků a pohledávek lze vidět, že doba inkasa pohledávek je kratší než doba placení závazků. Z toho plyne, že společnost inkasuje od odběratelů pohledávky dříve, než sama platí svým věřitelům, což je pozitivní.

Graf 3. 17: Ukazatele aktivity



Zdroj: vlastní zpracování

Finanční stabilita podniku je určována strukturou zdrojů financování majetku podniku, jež měří **ukazatele finanční stability a zadluženosti podniku**. Zadluženost se vyznačuje tím, že podnik využívá k financování svých aktiv i cizí zdroje a důležité je najít optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem.

*Tabulka 3. 8: Ukazatele zadluženosti a finanční stability*

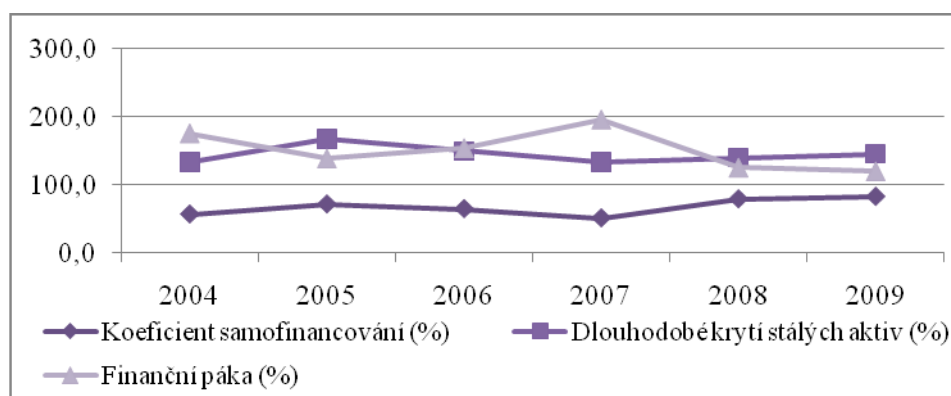
Ukazatel	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Koeficient samofinancování (%)</b>	2. 15	57,0	72,1	65,1	51,2	79,7	83,4
<b>Dlouhodobé krytí stálých aktiv (%)</b>	2. 16	133,9	168,1	149,9	133,5	140,1	145,8
<b>Finanční páka (%)</b>	2. 17	175,4	138,8	153,7	195,5	125,4	119,9
<b>Celková zadluženost (%)</b>	2. 18	42,3	27,9	34,9	48,8	20,3	16,6
<b>Dlouhodobá zadluženost (%)</b>	2. 18	13,7	13,6	13,6	30,3	3,4	4,0
<b>Krátkodobá zadluženost (%)</b>	2. 18	28,6	14,2	21,3	18,5	16,8	12,6
<b>Zadluženost vlastního kapitálu (%)</b>	2. 19	74,2	38,7	53,7	95,4	25,4	19,9
<b>Úrokové krytí</b>	2. 20	8,97	20,89	1,86	1,56	0,53	-8,47
<b>Úrokové zatížení</b>	2. 21	0,11	0,05	0,54	0,64	1,87	0,12

*Zdroj: vlastní zpracování*

Mezi důležité ukazatele finanční stability patří koeficient samofinancování, který udává do jaké míry je společnost finančně samostatná. Nejnižší hodnota tohoto koeficientu byla v roce 2007 (51,2 %), kdy společnost zvýšila svůj cizí kapitál až o 103,7 % oproti roku předcházejícímu. Naopak nejvyšší hodnota tohoto koeficientu byla v roce 2009, kdy společnost byla schopna krýt svá aktiva až z 83,4 % z vlastních zdrojů. Lze říci, že firma byla dostatečně finančně samostatná. Nutno podotknout, že vysoká hodnota koeficientu samofinancování taky není ideální, neboť financování aktiv vlastním kapitálem je dražší, než financování kapitálem cizím.

Dalším ukazatelem je dlouhodobé krytí stálých aktiv, které udává, zda jsou stálá aktiva kryta dlouhodobými zdroji. Jak je patrné z tabulky 3. 8, stálá aktiva byla ve všech letech kryta dlouhodobými zdroji. Důležitým ukazatelem je také finanční páka neboli majetkový koeficient, který udává poměr mezi celkovými aktivy a vlastním kapitálem. Hodnota tohoto ukazatele by měla být dlouhodobě stabilní nebo alespoň ne příliš rychle klesající. Finanční páka je ve sledovaném období hodně nestabilní a pohybuje se v průměru okolo 150 %.

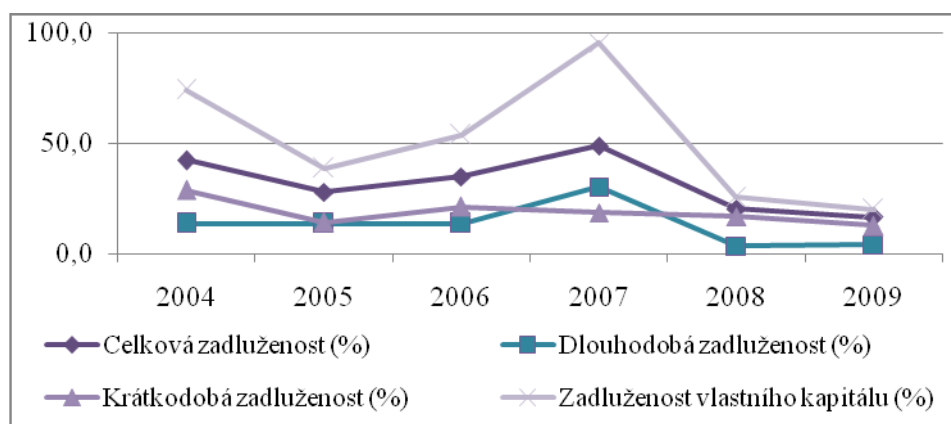
Graf 3. 18: Ukazatele finanční stability



Zdroj: vlastní zpracování

Klíčovým ukazatelem je celková zadluženost, která vyjadřuje podíl věřitelů na celkovém kapitálu, z něhož je financován majetek společnosti. Optimální výše tohoto ukazatele je mezi 30–70 %. Zadluženost se v tomto intervalu pohybovala v letech 2004, 2006 a 2007. V roce 2009 celková zadluženost díky snižování závazků a bankovních úvěrů klesla až na 16,6 %. Toto snížení je výhodné pro věřitele, neboť jejich riziko pokleslo, ovšem pro společnost je to neefektivní, protože využívá k financování majetku více vlastní zdroje. Doplnujícími ukazateli jsou krátkodobá a dlouhodobá zadluženost, které udávají z jakých závazků je majetek financován. Jak je vidět níže v grafu krátkodobá a dlouhodobá zadluženost ve sledovaném období stále kolem sebe kolísala. Ukazatel zadluženost vlastního kapitálu udává poměr mezi cizím a vlastním kapitálem a měl by se u stabilních společností pohybovat okolo 80–120 %. Společnost Meopta – optika, s.r.o. má tento ukazatel velmi nízký, pouze v roce 2007 byla zadluženost vlastního kapitálu v intervalu (95,4 %).

Graf 3. 19: Ukazatele zadluženosti



Zdroj: vlastní zpracování



Dalšími ukazateli zadluženosti jsou úrokové krytí a úrokové zatížení. Hodnota ukazatele úrokového krytí by měla být větší než 1, neboť teprve potom podnik vydělá dost peněz, aby pokryl alespoň úroky. Tato hodnota ukazatele byla bezproblémová až do roku 2008, kdy se kvůli globální ekonomické krizi dostal výsledek hospodaření společnosti do záporných hodnot. Společnost Meopta v roce 2008 až 2009 nevydělala dostatek finančních prostředků na pokrytí úroků. Ukazatel úrokového zatížení je převrácenou hodnotou předchozího ukazatele a vyjadřuje, jakou část z celkového vytvořeného efektu odčerpávají úroky. Jak je vidět v tabulce č. 3. 8 u společnosti Meopta jsou to minimální hodnoty.

Společnost se musí snažit nalézt optimální poměr mezi vlastním a cizím kapitálem, neboť výše zadlužení přímo ovlivňuje rentabilitu vlastního kapitálu. Ukazatel finanční páky říká, že při zvyšování zadluženosti nám bude rentabilita vlastního kapitálu klesat a naopak ukazatel úrokové redukce, říká, že čím více zapojíme cizí kapitál, tím více bude působit úrokový daňový štít, tudíž rentabilita poroste. Proto je důležité určit ziskový účinek finanční páky, který se získá vynásobením finanční páky a úrokové redukce, což zachycuje následující tabulka.

*Tabulka 3. 9: Výpočet ziskového účinku finanční páky*

Ukazatel	Vzorec	2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>Finanční páka</b>	A/VK	1,8	1,4	1,5	2,0	1,3	1,2
<b>Úroková redukce</b>	EBT/EBIT	0,9	1,0	0,5	0,4	0,9	1,1
<b>Ziskový účinek finanční páky</b>	<b>2. 22</b>	<b>1,56</b>	<b>1,32</b>	<b>0,71</b>	<b>0,70</b>	<b>1,09</b>	<b>1,34</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Pokud je ziskový účinek finanční páky větší než 1, bude s dalším zvýšením zadlužení růst také zisk a rentabilita vlastního kapitálu. Naopak vyjde-li hodnota ziskového účinku finanční páky nižší než 1, bude se zvýšením dalšího zadlužení rentabilita vlastního kapitálu i zisk klesat. Z tabulky 3. 9 je vidět, že pouze v letech 2006 a 2007 vyšel ziskový účinek finanční páky nižší než 1, což znamená, že s dalším zvýšením zadlužení by došlo ke snížení zisku a rentability vlastního kapitálu. V ostatních letech se mohla společnost Meopta v rámci stimulace rentability více zadlužit.

Pro účely ocenění z provedené finanční analýzy plyne, že Meopta – optika, s.r.o. je stabilní a prosperující společnost, u které se předpokládá příznivý vývoj i do budoucna.

### 3. 4 SWOT analýza

Ze strategické a finanční analýzy lze sestavit tzv. SWOT analýzu, která poskytuje rozbor silných a slabých stránek podniku, ale také vnějších příležitostí a hrozeb, které plynou z konkrétního odvětví, ve kterém se podnik pohybuje. Pomocí SWOT analýzy lze komplexně vyhodnotit fungování podniku a identifikovat možné problémy nebo naopak možnosti růstu.

#### **Silné stránky** (*strengths*):

- společnost funguje na trhu již od roku 1933, má dlouhodobou historii a tradici;
- dobrá image v České republice i ve světě;
- vlastníci společnosti jsou ve vedení podniku;
- stálý a zkušený management;
- kvalifikovaní zaměstnanci;
- péče o zaměstnance a jejich další rozvoj;
- společnost provozuje svoji činnost v perspektivním odvětví s úzkou specializací;
- působnost a dobrá pozice na trhu na mezinárodní úrovni;
- vysoce konkurenceschopný podnik, který pružně reaguje na změny na trhu;
- neustálé investice a inovace do technického rozvoje;
- vlastní výzkum a vývoj;
- široké portfolio odběratelů ve 45 zemích světa;
- portfolio produktů je diverzifikováno na tři základní části – sportovní, průmyslová a vojenská optika;
- vlastní významné jakostní certifikáty, jako např. standardy ISO 9001, ISO 14001, ČOS 051622, ale také další zákaznické certifikáty, které osvědčují kvalitu.

#### **Slabé stránky** (*weaknesses*):

- velmi nízká pohotová a okamžitá likvidita, se kterou mohou být spojeny problémy platební neschopnosti;
- záporný výsledek hospodaření v roce 2008 a 2009.

#### **Příležitosti** (*opportunities*):

- využívání nových a stále se zlepšujících technologií;
- neustálá podpora image společnosti, aby si i nadále zachovala svou tvář před širokou a odbornou veřejností;

- možnost budoucích kvalifikovaných zaměstnanců díky spolupráci se střední školou a vysokoškolskými studenty;
- snaha proniknout na další nové trhy;
- využití fondů Evropské unie, např. OP Podnikání a inovace, OP Věda a výzkum nebo využití CzechInvestu;
- snížit výrobní náklady na jednotku výroby díky novým technologiím;
- rozšíření nabízených výrobků a flexibilita v souvislosti s požadavky klientů.

**Hrozby (*threats*):**

- období, než dojde ke znovu nastartování ekonomiky po celosvětové hospodářské krizi,
- ztráta některých odběratelů, kteří ukončili svoji činnosti díky globální hospodářské krizi;
- odliv kvalifikovaných zaměstnanců díky vysoce otevřenému trhu práce v rámci EU,
- další posilování české koruny vůči euru a dolaru,
- neustále se zvyšující a sílící konkurence v odvětví, především konkurence ze zahraničí,
- ekonomické faktory, které na společnost působí jako např. růst inflace, úrokových měr, apod.;
- neustálé změny v legislativě.

## 4 OCENĚNÍ SPOLEČNOSTI A KOMPARACE VÝSLEDKŮ

Cílem této kapitoly je samotné ocenění podniku vybranými metodami. Výpočet hodnoty společnosti bude proveden pomocí výnosové metody DCF-entity a prostřednictvím metody EVA-entity. U obou metod se bude jednat o ocenění dvoufázové, kdy první fáze ocenění bude trvat čtyři roky od roku 2010 do roku 2013 a druhá fáze bude začínat rokem 2014 a bude trvat až do nekonečna. Nejprve je nezbytné seznámit se s dlouhodobým finančním plánem podniku pro roky 2010 až 2014. Poté se vyčíslí náklady na celkový kapitál pomocí stavebnicové metody Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Ocenění bude provedeno k 1. 1. 2010 za účelem zjištění hodnoty, která by měla být podkladem při případném prodeji společnosti Meopty – optiky, s.r.o..

### 4. 1 Dlouhodobý finanční plán

Sestavení finančního plánu je základním východiskem pro většinu metod ocenění, zejména pro metody výnosové. Důležité je sestavení plánovaného výkazu zisku a ztráty a plánované rozvahy pro roky 2010 až 2014. Dlouhodobý finanční plán pochází z interních materiálů společnosti Meopty – optiky, s.r.o. a byl zpracován v první polovině roku 2010. Základním východiskem při jeho sestavování byla účetní data minulých let, ale také předpokládané budoucí hodnoty jednotlivých položek stanovené kvalifikovanými odborníky.

#### 4. 1. 1 Plánovaný výkaz zisku a ztráty

Podstatou výkazu zisku a ztráty je zobrazení výsledku hospodaření podniku za sledované období, který je velmi důležitý pro samotné ocenění. Plánovaný výkaz zisku a ztráty v sobě obsahuje jednotlivé předpokládané náklady a výnosy za sledované období, které byly stanoveny kvalifikovanými pracovníky. Vývoj základních položek uvádí následující tabulky a podrobnější plán je uveden v příloze č. 10.

Významnou položkou výkazu zisku a ztráty jsou *výkony*, které se získají součtem tržeb za prodej vlastních výrobků a služeb, změnou zásob vlastní činnosti a aktivací. Plán těchto položek uvádí tabulka 4. 1.

Důležitou položkou, kterou je nutné sestavit s maximální pečlivostí a se zohledněním všech skutečností, které byly definovány ve třetí kapitole, jsou tržby za prodej vlastních výrobků a služeb. Plán této položky vytvořili kvalifikovaní pracovníci s dlouholetou praxí z oddělení Obchodu a prodeje společnosti Meopta – optika, s.r.o. Tito sestavili plán celkového

vývoje tržeb na základě plánu vývoje tržeb jednotlivých produktových oblastí (tj. fototechniky, sportovní techniky, projektorů, měřicí techniky, vojenské techniky, strategických systémů a optiky) z již nasmlouvaných objednávek a z vlastního průzkumu trhu. Vzhledem k tomu, že tržby za prodané zboží jsou zanedbatelné, plánují se zároveň s tržbami za prodej vlastních výrobků a služeb a tvoří jejich doplňkovou součást. V druhé polovině roku 2008 celosvětová finanční a ekonomická krize postihla také Meoptu – optiku, s.r.o. a její tržby v letech 2008–2009 klesaly. V roce 2010 se však předpokládá s oživením ekonomiky a plánuje se nárůst tržeb až o 34 % oproti roku předcházejícímu. V dalších letech meziroční tempo růstu tržeb klesá, neboť riziko odhadu roste. V roce 2011 se plánuje nárůst o 23 %, v roce 2012 o 13 % a zbylé dva roky 3 %.

Položku změna stavu zásob vlastní činnosti společnost neplánuje, neboť vývoj této položky je zcela náhodný a plánování by nemělo význam.

Převážnou část položky aktivace (okolo 75 %) tvoří ve společnosti Meopta – optika, s.r.o. aktivace materiálu. Tímto materiálem se rozumí nářadí vyrobené interní divizí Nářaďovna. Zbylou část tvoří hmotný majetek, tedy vyrobené nářadí, jehož hodnota přesáhne 40 tis. Kč. Vývoj této položky byl naplánován podle vývoje plánu tržeb.

*Tabulka 4. 1: Plánované výkony (v tis. Kč)*

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb</b>	1 578 651	1 941 741	2 194 167	2 259 992	2 327 792
<b>Změna stavu zásob vlastní činnosti</b>	0	0	0	0	0
<b>Aktivace</b>	31 113	38 270	43 245	44 542	45 878
<b>Výkony</b>	<b>1 609 765</b>	<b>1 980 011</b>	<b>2 237 412</b>	<b>2 304 534</b>	<b>2 373 670</b>

*Zdroj: interní informace společnosti*

Další položkou je *výkonová spotřeba*, která se skládá ze spotřeby materiálu, energie a služeb. Všechny tyto výrobně nákladové položky plánuje oddělení Výroby a jejich výše je odvozena od plánu tržeb, ale se zohledněním kalkulací jednotlivých výrobků.

*Tabulka 4. 2: Plánovaná výkonová spotřeba (v tis. Kč)*

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Spotřeba materiálu a energie</b>	668 400	832 158	942 835	961 692	980 926
<b>Služby</b>	120 454	144 545	163 336	168 236	173 283
<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>788 854</b>	<b>976 703</b>	<b>1 106 171</b>	<b>1 129 927</b>	<b>1 154 208</b>

*Zdroj: interní informace společnosti*

Dalšími podstatnými náklady společnosti jsou *osobní náklady*, které při sestavování finančního plánu stanovili pro první dva roky odborní pracovníci Personálního oddělení společnosti Meopta – optika, s.r.o. Tito pracovníci určili, že v roce 2010 by měly osobní náklady růst meziročně o 11,27 % a v roce 2011 o 9,94 %. Zbylé roky je velmi obtížné přesně naplánovat, proto se předpokládá, že se budou vyvíjet stejně jako plánované tržby, tzn. že v roce 2012 meziročně vzrostou o 13 % a v roce 2013 i 2014 o 3 %.

U položky *daně a poplatky* se předpokládá konstantní meziroční nárůst 2 % ve všech plánovaných letech.

Další významnou položkou jsou *odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku*. Plán odpisů vychází z předpokladu, že výše odpisů v daném roce se stanoví jako 9 % z plánu dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku v příslušném roce.

Posledními provozními položkami, které společnost plánuje, jsou *ostatní provozní výnosy* a *ostatní provozní náklady*. U těchto položek se předpokládá vztah k tržbám společnosti, proto se při jejich plánování vycházelo z plánů tržeb. Hodnoty všech těchto položek zachycuje následující tabulka.

Tabulka 4. 3: Plánované provozní nákladové a výnosové položky (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Osobní náklady</b>	661 624	727 385	821 945	846 603	872 002
<b>Daně a poplatky</b>	1 425	1 453	1 483	1 512	1 542
<b>Odpisy dlouhodobého majetku</b>	115 345	120 481	133 981	144 443	155 590
<b>Ostatní provozní výnosy</b>	19 119	23 517	26 574	27 371	28 192
<b>Ostatní provozní náklady</b>	7 194	8 849	10 000	10 300	10 609

Zdroj: interní informace společnosti

Mezi finanční položky výkazu zisku a ztráty patří především výnosové a nákladové úroky. *Výnosové úroky* společnost neplánuje, proto jsou v nulové výši a *nákladové úroky* jsou stanoveny podle plánu tržeb. Nákladové a výnosové úroky zahrnuje následující tabulka.

Tabulka 4. 4: Plánované finanční náklady a výnosy (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Výnosové úroky</b>	0	0	0	0	0
<b>Nákladové úroky</b>	6 649	8 178	9 242	9 519	9 804
<b>Ostatní finanční výnosy</b>	71 182	72 605	74 057	75 539	77 049
<b>Ostatní finanční náklady</b>	79 643	74 057	75 539	77 049	78 590

Zdroj: interní informace společnosti

V položkách *ostatní finanční výnosy* a *ostatní finanční náklady* jsou zahrnuty především kurzové rozdíly a jejich budoucí vývoj byl odvozen taktéž z plánu tržeb společnosti. Jejich výše je zachycena v tabulce 4. 4.

Rozdíl mezi provozními výnosy a náklady tvoří provozní výsledek hospodaření, u kterého se plánuje postupný nárůst. Finanční výsledek hospodaření se plánuje pro celé sledované období záporný a mimořádný výsledek hospodaření nulový, neboť ten nelze napláňovat. Daň z příjmu společnosti se předpokládá po celé plánované období konstantní ve výši 19 %. Po odečtení této daně z hrubého výsledku hospodaření získáme čistý výsledek hospodaření, u kterého je vidět, že společnost předpokládá velmi pozitivní vývoj. Všechny tyto výsledky hospodaření znázorňuje následující tabulka.

*Tabulka 4. 5: Plánované výsledky hospodaření (v tis. Kč)*

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	54 442	168 655	190 407	199 120	207 912
<b>Finanční výsledek hospodaření</b>	-15 107	-9 630	-10 723	-11 030	-11 345
<b>Mimořádný výsledek hospodaření</b>	0	0	0	0	0
<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	39 335	159 025	179 684	188 090	196 566
<b>Daň z příjmu</b>	7 474	30 215	34 140	35 737	37 348
<b>Výsledek hospodaření po zdanění</b>	31 861	128 810	145 544	152 353	159 219

*Zdroj: interní informace společnosti*

#### 4. 1. 2 Plánovaná rozvaha

Rozvaha je základním účetním výkazem, jenž zachycuje stav majetku a zdroje jeho krytí k určitému časovému okamžiku. Při sestavování rozvahy musí být vždy splněno bilanční pravidlo, což znamená, že celková aktiva se musí vždy rovnat celkovým pasivům v jednotlivých letech. Rozvaha společnosti Meopta – optika, s.r.o. byla taktéž jako výkaz zisku a ztráty sestavena kvalifikovanými odborníky podniku. Základní plánované položky rozvahy budou jednotlivě popsány níže a podrobné členění je uvedeno v příloze č. 11.

Na levé straně rozvahy se nachází **aktiva** společnosti, které jsou tvořena dlouhodobým majetkem, oběžným majetkem a přechodnými účty aktiv.

Mezi *dlouhodobý majetek* se řadí dlouhodobý nehmotný majetek, u kterého společnost neplánuje žádné změny, proto jej ponechala ve stejné výši jako v roce 2009, tj. 1 528 tis. Kč. Další složkou je dlouhodobý majetek hmotný, u kterého se připravují po celé plánované období investice, neboť společnost Meopta – optika, s.r.o. patří k technickým odvětvím, kde

je nutná v rámci udržení konkurenceschopnosti neustálá modernizace a inovace. Mezi největší investice se řadí vklad prostředků do hightech technologií optiky, do jemné mechaniky a do superčistých montážních prostor. Tyto investice budou rozmělněny do celého plánovaného období, proto bude docházet k vysokému nárůstu dlouhodobého majetku po celou plánovanou dobu. K nejvyššímu nárůstu dojde v roce 2012 a to až o 11,5 %. Meziroční nárůst dlouhodobého hmotného majetku v roce 2010 se plánuje o necelých 9 %, v roce 2011 o necelých 5 %, a v letech 2013 i 2014 o necelých 8 %. U dlouhodobého finančního majetku se v roce 2010 neplánují žádné změny, proto jeho výše v tomto roce zůstává nezměněna a činí 9 745 tis. Kč. V roce 2011 plánuje společnost Meopta – optika, s.r.o. investici do dceřiné společnosti Meomed, s.r.o. a jeho hodnota se tak navýší na 38 647 tis. Kč a poté zůstává nezměněna až do konce plánovaného období. Hodnoty jednotlivých částí majetku jsou uvedeny v následující tabulce.

*Tabulka 4. 6: Plánovaný dlouhodobý majetek (v tis. Kč)*

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	1 528	1 528	1 528	1 528	1 528
<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	1 280 082	1 337 153	1 487 152	1 603 393	1 727 250
<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	9 745	38 647	38 647	38 647	38 647
<b>Dlouhodobý majetek celkem</b>	<b>1 291 355</b>	<b>1 377 328</b>	<b>1 527 327</b>	<b>1 643 568</b>	<b>1 767 425</b>

*Zdroj: interní informace společnosti*

Další významnou částí aktiv jsou *oběžná aktiva*, která se vážou v podniku po dobu kratší než 1 rok. Mezi ty to aktiva se řadí zásoby, jejichž výši plánuje úsek Výroby podle tržeb a předpokládané obrátky. Tento úsek stanovil, že v roce 2010 zásoby meziročně vzrostou o 28 % a zbylé roky se budou navyšovat už jen o 6 % ročně. Hodnotu zásob a dalšího oběžného majetku uvádí následující tabulka.

*Tabulka 4. 7: Plánovaný oběžný majetek (v tis. Kč)*

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Zásoby</b>	722 662	766 022	811 983	860 702	912 345
<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	0	0	0	0	0
<b>Krátkodobé pohledávky</b>	150 000	153 000	156 060	159 181	162 365
<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	36 439	43 726	48 099	49 542	51 028
<b>Oběžná aktiva</b>	<b>909 101</b>	<b>962 748</b>	<b>1 016 142</b>	<b>1 069 426</b>	<b>1 125 738</b>

*Zdroj: interní informace společnosti*



V tabulce 4. 7 lze dále vidět dlouhodobé pohledávky, které společnost neměla v minulých letech, proto je ani do budoucnosti neplánuje. Naopak krátkodobé pohledávky společnost plánuje, a to především jako pohledávky z obchodních vztahů. Tyto pohledávky se pohybují v průměru okolo 150 000 tis. Kč, proto byly v roce 2010 naplánovány právě v této výši a u dalších let se předpokládá 2% nárůst. Poslední plánovanou položkou oběžných aktiv je krátkodobý finanční majetek, který tvoří především peníze na bankovních účtech a v pokladně. Plán této položky předpokládá v prvních třech letech 10% meziroční růst a v posledních dvou letech už jen růst 3%.

Při plánování *přechodných účtů aktiv*, mezi které se řadí časové rozlišení, se předpokládá 2% meziroční nárůst.

Na pravé straně rozvahy se nachází **pasiva**, která představují zdroje krytí aktiv společnosti. Tyto pasiva tvoří vlastní kapitál, cizí kapitál a přechodné účty pasiv.

Za základ *vlastního kapitálu* se považuje základní kapitál, u kterého se neplánuje žádná změna v budoucnosti, a proto bude ponechán ve stejné výši jako v roce 2009, tj. 989 337 tis. Kč. Taktéž hodnota kapitálových fondů zůstane nezměněna, tj. na úrovni roku 2009 (597 196 tis. Kč). Společnost vytváří zákonný rezervní fond a statutární fond a naplánováno je, že jejich výše bude meziročně růst o 10 %. Dalšími složkami vlastního kapitálu jsou výsledek hospodaření běžného účetního období, který byl převzat z plánovaného výkazu zisku a ztráty a výsledek hospodaření minulých let, který se skládá z nerozdělených výsledků hospodaření z minulých období. Plán všech složek vlastního kapitálu uvádí následující tabulka.

*Tabulka 4. 8: Plánovaný vlastní kapitál (v tis. Kč)*

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Základní kapitál</b>	989 337	989 337	989 337	989 337	989 337
<b>Kapitálové fondy</b>	597 196	597 196	597 196	597 196	597 196
<b>Rezervní a ostatní fondy</b>	43 399	47 739	52 513	57 765	63 541
<b>Výsledek hospodaření minulých let</b>	58 612	90 473	132 164	275 247	427 600
<b>Výsledek hospodaření běžného období</b>	31 861	128 810	145 544	152 353	159 219
<b>Vlastní kapitál</b>	<b>1 720 405</b>	<b>1 853 556</b>	<b>1 916 755</b>	<b>2 071 898</b>	<b>2 236 893</b>

*Zdroj: interní informace společnosti*

Mimo zdroje vlastní používá společnost také *zdroje cizí*. Mezi cizí zdroje se řadí rezervy, které vytváří společnost především na dovolenou zaměstnanců a na případné

reklamace. U těchto rezerv je naplánován vždy 10% meziroční nárůst. Další položkou cizích zdrojů jsou dlouhodobé závazky, které představují především závazky z obchodních vztahů a odložený daňový závazek, a předpokládá se jejich zvyšování o 10 % ročně. Krátkodobé závazky jsou složeny z plánovaných závazků z obchodních vztahů, závazků vůči zaměstnancům, závazků ze sociálního a zdravotního pojištění, závazků vůči státu a jiných závazků. U závazků z obchodních vztahů, závazků vůči zaměstnancům a jiných závazků se předpokládá 4% meziroční růst. Při plánování závazků ze sociálního a zdravotního pojištění se vycházelo z předpokladu, že tato položka tvoří okolo 11 % z nákladů na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění. U závazků vůči státu se ponechala konstantní úroveň z roku 2009, tj. 5 526 tis. Kč.

Při plánování bankovních úvěrů a výpomocí se vycházelo především z plánu investic a z přijatých úvěrů v minulosti. V roce 2010 společnost plánuje přijmout úvěr ve výši 100 000 tis. Kč, který hodlá využít pro plánované investice do dlouhodobého hmotného majetku. V roce 2011 neplánuje žádný nový úvěr, pouze splátku úvěru předešlého ve výši 11 590 tis. Kč. Společnost Meopta – optika, s.r.o. má přislíbenou dotaci z Evropské unie v rámci operačního programu Podnikání a inovace na investice do moderních technologií. Než dostane finanční prostředky na účet, plánuje čerpat na tyto výdaje bankovní úvěr v roce 2012. Položka Bankovní úvěry a výpomoci se tak navýší na 335 033 tis. Kč. Výše tohoto úvěru je konstantní až do konce plánovaného období, neboť společnost neví, kdy prostředky od EU obdrží a splatí tak přijatý úvěr. Krátkodobé bankovní úvěry plánovány nejsou. Plánované hodnoty cizích zdrojů jsou uvedeny v následující tabulce.

*Tabulka 4. 9: Plánované cizí zdroje (v tis. Kč)*

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Rezervy</b>	10 760	11 836	13 020	14 322	15 754
<b>Dlouhodobé závazky</b>	14 378	15 816	17 398	19 137	21 051
<b>Krátkodobé závazky</b>	233 525	243 772	255 079	264 837	274 978
<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	221 983	210 393	335 033	335 033	335 033
<b>Cizí zdroje</b>	<b>480 647</b>	<b>481 818</b>	<b>620 530</b>	<b>633 329</b>	<b>646 816</b>

*Zdroj: interní informace společnosti*

Při plánování *přechodných účtů pasiv* se vychází z předpokladu meziročního růstu položky okolo 5 %.

## 4. 2 Stanovení nákladů kapitálu

Důležitou součástí ocenění podniku je stanovení konkrétních nákladů kapitálu společnosti. Náklady kapitálu jsou důležité především při stanovování hodnoty podniku výnosovými metodami. Pro výpočet celkové hodnoty podniku budou použity metody DCF a EVA na bázi entity, proto budou vyčísleny náklady na kapitál celkový. Tyto náklady budou stanoveny prostřednictvím stavebnicového modelu využívaného Ministerstvem průmyslu a obchodu ČR, který spočívá v součtu bezrizikové sazby a rizikových přírážek.

Bezriziková sazba ( $R_F$ ) byla převzata ze statistiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR, která v roce 2009 činila 4,67 %. Při výpočtu nákladu kapitálu se bude předpokládat, že tato sazba bude v období první fáze (2010 až 2014) neměnná a v druhé fázi vzroste o 1 % z důvodu navýšení rizika odhadu na 5,67 %.

Riziková přírážka za finanční stabilitu ( $R_{FINSTAB}$ ) je po celé plánované období rovna nule, neboť běžná likvidita podniku je vyšší, než průměrná běžná likvidita v daném odvětví. Hodnota průměrné běžné likvidity v odvětví CZ-NACE 26 dle statistiky Ministerstva průmyslu a obchodu ČR je rovna 0,87. Tato hodnota je příliš nízká, a proto byla upravena na minimální doporučenou výši, tj. 1, 25. Výpočet rizikové přírážky uvádí následující tabulka.

Tabulka 4. 10: Výpočet rizikové přírážky za finanční stabilitu podniku

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>Běžná likvidita podniku</b>	3,89	3,95	3,98	4,04	4,09
<b>Průměrná běžná likvidita odvětví</b>	1,25	1,25	1,25	1,25	1,25
<b><math>R_{FINSTAB}</math></b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Při výpočtu rizikové přírážky za velikost podniku ( $R_{LA}$ ) je nutné nejprve vyčíslit hodnotu úplatných zdrojů dle vzorce (2. 26). Hodnotu úplatných zdrojů má společnost ve všech plánovaných letech vyšší než 100 mil. Kč a nižší než 3 mld. Kč, proto se při výpočtu přírážky bude vycházet ze vzorce (2. 27). Hodnoty rizikové přírážky za velikost podniku zachycuje následující tabulka.

Tabulka 4. 11: Výpočet rizikové přírážky za velikost podniku

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>UZ (v mld. Kč)</b>	1,942	2,064	2,252	2,407	2,572
<b><math>R_{LA}</math></b>	<b>0,67%</b>	<b>0,52%</b>	<b>0,33%</b>	<b>0,21%</b>	<b>0,11%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Poslední rizikovou přírůžkou je přírůžka za podnikatelské riziko podniku ( $R_{POD}$ ), která poměřuje produkční sílu podniku vypočtenou dle vzorce (2. 4) a ukazatel nahrazování úplatného cizího kapitálu vlastním kapitálem ( $XI$ ) vyčísleného dle vzorce (2. 28). Společnost Meopta – optika, s.r.o. má v roce 2010 produkční sílu nižší než ukazatel  $XI$ , proto se v tomto roce se riziková přírůžka vypočte pomocí vzorce (2. 29). V ostatních letech produkční síla převyšuje ukazatel  $XI$ , což znamená, že hodnota přírůžky za podnikatelské riziko podniku bude rovna 0 %. Hodnoty jednotlivých ukazatelů zobrazuje tabulka 4. 12.

Tabulka 4. 12: Výpočet rizikové přírůžky za podnikatelské riziko podniku

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>ROA</b>	2,1%	7,0%	7,3%	7,2%	7,0%
<b>XI</b>	2,6%	3,4%	2,4%	2,5%	2,6%
<b>R<sub>POD</sub></b>	<b>0,44%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>	<b>0,00%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Náklady na celkový kapitál nezadluženého podniku jsou tedy součtem bezrizikové sazby a rizikových přírůžek (vzorec 2. 25) a jeho hodnotu v jednotlivých letech uvádí následující tabulka.

Tabulka 4. 13: Náklady na celkový kapitál nezadluženého podniku

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>R<sub>F</sub></b>	4,67%	4,67%	4,67%	4,67%	5,67%
<b>R<sub>FINSTAB</sub></b>	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>R<sub>LA</sub></b>	0,67%	0,52%	0,33%	0,21%	0,11%
<b>R<sub>POD</sub></b>	0,44%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%
<b>WACC<sup>U</sup></b>	<b>5,77%</b>	<b>5,19%</b>	<b>5,00%</b>	<b>4,88%</b>	<b>5,78%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

Vzhledem k tomu, že Meopta – optika, s.r.o. je společností zadluženou, musí se náklady na celkový kapitál nezadluženého podniku přepočítat dle vzorce (2. 31) na náklady kapitálu zadluženého podniku. Tento propočet uvádí tabulka 4. 14.

Tabulka 4. 14: Náklady na celkový kapitál zadluženého podniku

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>WACC<sup>U</sup></b>	5,77%	5,19%	5,00%	4,88%	5,78%
<b>D (tis. Kč)</b>	221 983	210 393	335 033	335 033	335 033
<b>A (tis. Kč)</b>	2 241 208	2 381 644	2 585 868	2 756 240	2 937 274
<b>t</b>	19%	19%	19%	19%	19%
<b>WACC<sup>L</sup></b>	<b>5,67%</b>	<b>5,10%</b>	<b>4,88%</b>	<b>4,77%</b>	<b>5,65%</b>

Zdroj: vlastní zpracování

### 4.3 Ocenění podniku metou DCF-entity

Pomocí metody DCF-entity bude určena tržní hodnota podniku jako celku, tzn. bude oceněn celkový kapitál podniku. Princip této metody spočívá v diskontování budoucích volných peněžních toků pro vlastníky i věřitele (*FCFF*) náklady na celkový kapitál (*WACC*). Ocenění společnosti bude provedeno k 1. 1. 2010 a předpokládá se, že společnost bude svou činnost provozovat v neomezeném časovém horizontu. První fáze bude trvat čtyři roky (2010-2013) a druhá fáze bude představovat období od pátého roku (2014) až do nekonečna.

#### 4.3.1 Stanovení celkové hodnoty podniku metodou DCF-entity

Nejprve je nutné stanovit *FCFF* dle vzorce (2. 5). Výpočet těchto volných peněžních toků pro plánované období 2010 až 2014 zachycuje tabulka 4. 15. Veškeré údaje byly získány z finančního plánu společnosti, který je součástí přílohy č. 10 a 11.

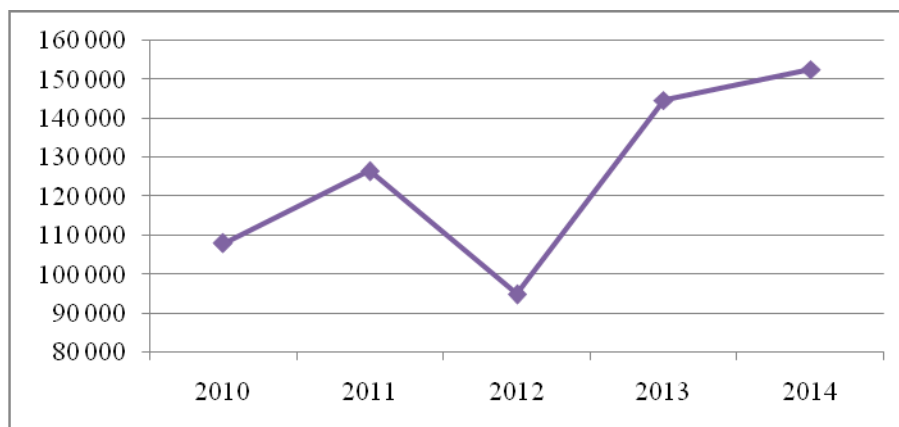
Tabulka 4. 15: Výpočet volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
	1. fáze				2. fáze
Čistý zisk	31 861	128 810	145 544	152 353	159 219
Odpisy	115 345	120 481	133 981	144 443	155 590
Změna ČPK	-60 070	43 401	42 087	43 526	46 171
Investice	104 727	85 973	149 999	116 241	123 857
Úroky.(1-t)	5 386	6 624	7 486	7 710	7 942
FCFF	107 935	126 543	94 925	144 740	152 723

Zdroj: vlastní zpracování

Vývoj volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele v čase je zaznamenán v následujícím grafu. Pokles v roce 2012 je způsoben vysokými plánovanými investicemi.

Graf 4. 1: Vývoj FCFF v čase (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

Po vyčíslení volných peněžních toků lze přejít k samotnému ocenění. Postup ocenění uvádí tabulka 4. 16.

Tabulka 4. 16: Ocenění společnosti metodou DCF-entity (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
	1. fáze				2. fáze
<b>FCFF</b>	107 935	126 543	94 925	144 740	152 723
<b>WACC</b>	5,67%	5,10%	4,88%	4,77%	5,65%
<b>Diskontní faktor</b>	0,9464	0,9028	0,8647	0,8305	
<b>Diskontované FCFF</b>	102 148	114 239	82 080	120 200	
<b>Hodnota 1. fáze</b>	<b>418 667</b>				
<b>Pokračující hodnota</b>	2 701 283				
<b>Hodnota 2. fáze</b>	<b>2 243 298</b>				
<b>Hodnota podniku</b>	<b>2 661 965</b>				

Zdroj: vlastní zpracování

Z tabulky 4. 16 je zřejmé, že hodnota společnosti v první fázi vypočtená dle vzorce (2. 46) dosahuje hodnoty 418 667 tis. Kč. Pokračující hodnota, vypočtená dle vzorce (2.47) činí 2 701 283 tis. Kč a hodnota druhé fáze vyčíslená dle vzorce (2. 49) je ve výši 2 243 298 tis. Kč. Hodnota společnosti jako celku se získá součtem první a druhé fáze dle vzorce (2. 50). Celková hodnota společnosti Meopty – optiky, s.r.o. k 1. 1. 2010 vypočtená výnosovou metodou DCF-entity činí 2 661 965 tis. Kč.

#### 4. 3. 2 Analýza citlivosti metody DCF-entity

Při ocenění společnosti metodou DCF-entity se vychází z finančního plánu stanoveného v současnosti na 5 let dopředu. S tímto je spojeno riziko odhadu a je proto vhodné provést analýzu citlivosti, která kalkuluje se změnami jednotlivých parametrů v budoucnosti. V první fázi je riziko změny odhadovaného vývoje parametrů relativně nízké. Naopak u druhé fáze, která trvá od roku 2014 až do nekonečna, je riziko změny daleko vyšší. Z tohoto důvodu bude provedena analýza citlivosti u parametrů v druhé fázi, kde bude vyčíslena změna parametrů o  $\pm 2\%$ ,  $\pm 4\%$  a  $\pm 6\%$ .

Prvním důležitým parametrem, u kterého je vhodné provést analýzu citlivosti, jsou volné peněžní toky. Tabulka 4. 17 zobrazuje, jak a o kolik se změní celková hodnota podniku, změní-li se hodnota *FCFF* v druhé fázi o  $\pm 2\%$ ,  $\pm 4\%$  a  $\pm 6\%$ . Jak lze z této tabulky vyčíst, čím více budou *FCFF* růst, tím se bude zvyšovat také celková hodnota podniku a naopak.

Zvýší-li se volné peněžní toky o 6 %, celková hodnota podniku vzroste o 5,06 % tj. o 134 598 tis. Kč a naopak.

*Tabulka 4. 17: Vliv změny FCFF v druhé fázi na celkovou hodnotu podniku (v tis. Kč)*

Změna $\alpha$	-6,00%	-4,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	4,00%	6,00%
<b>Upravené FCFF</b>	143 559	146 614	149 668	152 723	155 777	158 831	161 886
<b>Upravená hodnota podniku</b>	2 527 367	2 572 233	2 617 099	2 661 965	2 706 831	2 751 697	2 796 563
<b>Velikost změny</b>	-5,06%	-3,37%	-1,69%	0,00%	1,69%	3,37%	5,06%

*Zdroj: vlastní zpracování*

Dalším faktorem, jehož výše má podstatný vliv na úroveň ocenění, jsou náklady na celkový kapitál. V tabulce 4. 18 je uvedeno, jak a o kolik se změní celková hodnota podniku, změní-li se hodnota *WACC* v druhé fázi o  $\pm 2$  %,  $\pm 4$  % a  $\pm 6$  %. U nákladů kapitálu platí, že s jejich růstem se bude celková hodnota podniku snižovat a naopak. Například při vzrůstu *WACC* o 6 % se celková hodnota podniku sníží o 4,77 %, což je o 126 979 tis. Kč.

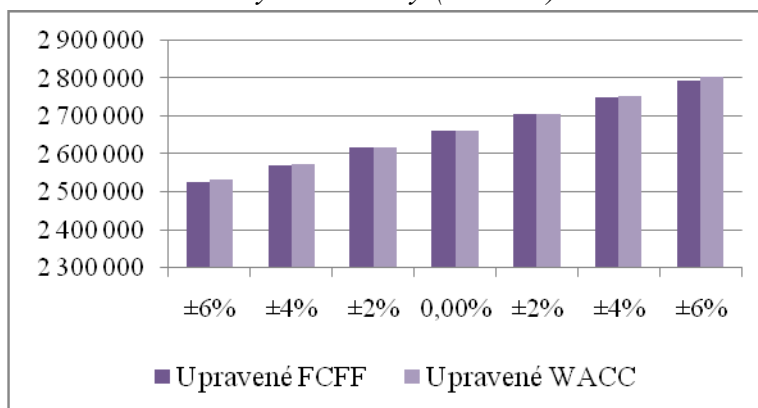
*Tabulka 4. 18: Vliv změny WACC v druhé fázi na celkovou hodnotu podniku (v tis. Kč)*

Změna $\beta$	-6,00%	-4,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	4,00%	6,00%
<b>Upravené WACC</b>	5,31%	5,43%	5,54%	5,65%	5,77%	5,88%	5,99%
<b>Upravená hodnota podniku</b>	2 805 154	2 755 435	2 707 746	2 661 965	2 617 978	2 575 684	2 534 986
<b>Velikost změny</b>	5,38%	3,51%	1,72%	0,00%	-1,65%	-3,24%	-4,77%

*Zdroj: vlastní zpracování*

Z provedené citlivostní analýzy u metody DCF-entity lze vidět, že celková hodnota společnosti je pozitivně citlivá na změnu *FCFF* a inverzně citlivá na změnu *WACC*. Z grafu 4. 2 plyne, že nejvyšší celkové hodnoty podniku vypočtené metodou DCF v rámci provedené citlivostní analýzy by bylo dosaženo snížením *WACC* o 6 % (tj. 2 805 154 tis. Kč) a naopak nejnižší hodnoty snížením *FCFF* o 6 % (tj. 2 527 367 tis. Kč).

*Graf 4. 2: Analýza citlivosti u metody DCF-entity (v tis. Kč)*



*Zdroj: vlastní zpracování*

#### 4. 4 Ocenění podniku metou EVA-entity

Druhou metodou, která bude použita pro výpočet celkové hodnoty podniku je metoda EVA-entity. Princip této metody spočívá v diskontování toků ekonomické přidané hodnoty (*EVA*) náklady celkového kapitálu (*WACC*). Při výpočtu ukazatele ekonomické přidané hodnoty je důležité upravit celková aktiva společnosti na čistá operační aktiva (*NOA*) a převést výsledek hospodaření na čistý operační výsledek hospodaření (*NOPAT*). Pro výpočet je opět použita dvoufázová metoda, kdy za první fázi jsou považovány roky 2010 až 2013 a druhá fáze bude trvat od roku 2014 až do nekonečna.

##### 4. 4. 1 Stanovení celkové hodnoty podniku metodou EVA-entity

Nejprve je nutné upravit celková aktiva společnosti na čistá operační aktiva, což zachycuje tabulka 4. 19. Do těchto úprav patří vyjmutí neoperačních aktiv, mezi které se řadí u společnosti Meopta – optika, s.r.o. budovy a zásoby. Budovy, které nesouvisí s hlavní činností podniku, jsou rekreační zařízení pro zaměstnance společnosti a jejich zůstatková hodnota v roce 2009 činila 3 431 tis. Kč. Předpokládá se, že se hodnota tohoto majetku bude každým rokem snižovat o 2 %. Hodnota nevyužitých zásob činí v průměru 100 000 tis. Kč ročně. Další položky, o které se aktiva upravují, je hodnota neúročených závazků, mezi které patří krátkodobé a dlouhodobé závazky a také časové rozlišení pasiv a rezervy tvořené na dovolenou zaměstnanců.

Tabulka 4. 19: Stanovení NOA (v tis. Kč)

	2009	2010	2011	2012	2013	2014
	výchozí	1. fáze				2. fáze
Aktiva celkem	1 979 339	2 241 208	2 381 644	2 585 868	2 756 240	2 937 274
- neoperační aktiva (budovy)	3 431	3 293	3 227	3 163	3 100	3 038
- neoperační aktiva (zásoby)	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000	100 000
- krátkodobé závazky	179 879	233 525	243 772	255 079	264 837	274 978
- dlouhodobé závazky	17 112	14 378	15 816	17 398	19 137	21 051
- časové rozlišení pasiv	100	40 156	46 271	48 584	51 014	53 564
- rezervy	9 782	10 760	11 836	13 020	14 322	15 754
= NOA	1 669 035	1 839 095	1 960 721	2 148 624	2 303 831	2 468 889

Zdroj: vlastní zpracování

Další úpravu, kterou je nutné v rámci výpočtu *EVA* udělat je převést výsledek hospodaření na čistý operační výsledek hospodaření. Za hospodářský výsledek byl zvolen výsledek hospodaření z provozní činnosti, neboť neobsahuje položky vztahující se k finanční činnosti, a tak více odpovídá výslednému *NOPAT*. Samotná úprava na čistý operační výsledek



hospodaření spočívá v tom, že se od provozního výsledku hospodaření odečtou nebo přičtou rezervy a poté se ještě poníží o daň z příjmu. Výpočet *NOPAT* uvádí následující tabulka.

Tabulka 4. 20: Stanovení *NOPAT* (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
	1. fáze				2. fáze
<b>Provozní výsledek hospodaření</b>	45 984	168 655	190 407	199 120	207 912
<b>± zvýšení/snížení rezerv v provozní činnosti</b>	4 596	1 438	1 582	1 740	1 914
<b>= operační zisk před zdaněním</b>	50 580	170 093	191 988	200 860	209 825
<b>- daň</b>	19%	19%	19%	19%	19%
<b>= NOPAT</b>	40 970	137 776	155 511	162 696	169 959

Zdroj: vlastní zpracování

Po získání čistých operačních aktiv a čistého operačního výsledku hospodaření lze vyčíslit ukazatel ekonomické přidané hodnoty. Tento ukazatel se vyčíslí dle vzorce (2. 59) a jeho hodnoty uvádí tabulka 4. 21.

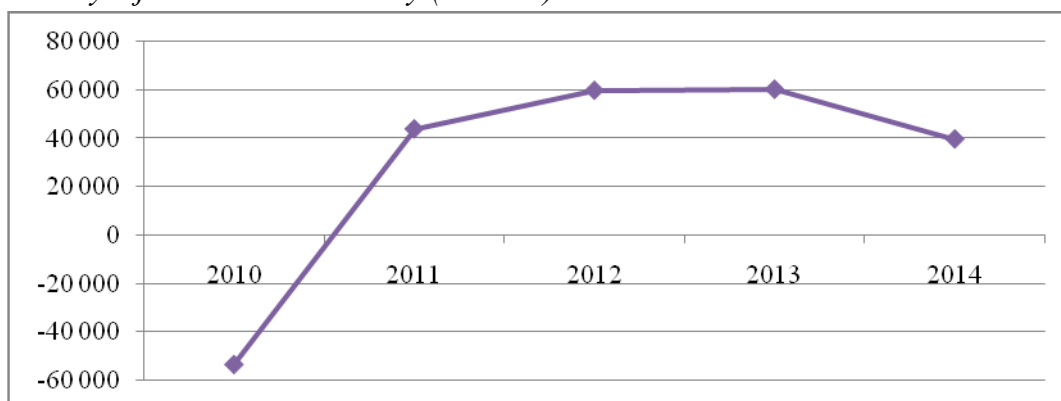
Tabulka 4. 21: Výpočet ukazatele *EVA* (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
	1. fáze				2. fáze
<b>NOPAT</b>	40 970	137 776	155 511	162 696	169 959
<b>NOA</b>	1 669 035	1 839 095	1 960 721	2 148 624	2 303 831
<b>WACC</b>	5,67%	5,10%	4,88%	4,77%	5,65%
<b>EVA</b>	-53 595	43 912	59 834	60 284	39 707

Zdroj: vlastní zpracování

Následující graf zaznamená vývoj ukazatele ekonomické přidané hodnoty za sledované období.

Graf 4. 3: Vývoj ukazatele *EVA-entity* (v tis. Kč)



Zdroj: vlastní zpracování

V grafu 4. 3 lze vidět, že ukazatel *EVA* v roce 2010 vykazuje zápornou hodnotu. Tato hodnota znamená, že i když společnost Meopta – optika, s.r.o. bude dosahovat zisku, nebude vytvářet dostatečnou hodnotu pro své vlastníky. V dalších letech se díky nárůstu *NOPAT* dostane ukazatel *EVA* do kladných hodnot, a tudíž už bude pro své majitele tvořit tzv. nadzisk. Pokles ukazatele *EVA* v posledním sledovaném roce je způsoben nízkým růstem zisku oproti vysokému růstu *WACC* a *NOA*.

Po výpočtu ukazatele *EVA* lze přejít k samotnému ocenění. Nejprve se ekonomická přidaná hodnota diskontuje náklady celkového kapitálu a poté lze vyčíslit hodnotu první fáze dle vzorce (2. 46). Dále je potřeba vyčíslit pokračující hodnotu dle vzorce (2. 47) a hodnotu druhé fáze pomocí vzorce (2. 49). Hodnota vlastního kapitálu podniku (*netto hodnota*) se vypočte dle vzorce (2. 61). Přičtením cizího úročeného kapitálu se získá hodnota podniku jako celku (*brutto hodnota*). Postup ocenění celkové hodnoty podniku pomocí metody EVA-entity uvádí tabulka 4. 22.

Tabulka 4. 22: Ocenění společnosti metodou EVA-entity (v tis. Kč)

	2010	2011	2012	2013	2014
	<b>1. fáze</b>				<b>2. fáze</b>
<b>EVA</b>	-53 595	43 912	59 834	60 284	39 707
<b>WACC</b>	5,67%	5,10%	4,88%	4,77%	5,65%
<b>Diskontní faktor</b>	0,9464	0,9028	0,8647	0,8305	
<b>Diskontovaná EVA</b>	-50 721	39 643	51 737	50 063	
<b>Hodnota 1. fáze</b>	<b>90 722</b>				
<b>Pokračující hodnota</b>	702 314				
<b>Hodnota 2. fáze</b>	<b>583 241</b>				
<b>= MVA</b>	<b>673 963</b>				
<b>+ NOA<sub>2009</sub></b>	1 669 035				
<b>+ A<sub>2009</sub> (neoperační aktiva)</b>	310 304				
<b>= Hodnota podniku brutto</b>	<b>2 653 302</b>				
<b>- CK<sub>2009</sub> (úročený)</b>	121 983				
<b>= Hodnota podniku netto</b>	<b>2 531 319</b>				

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je zřejmé z tabulky 4. 22 hodnota první fáze činí 90 722 tis. Kč. Pokračující hodnota byla vyčíslena na 702 314 tis. Kč a hodnota druhé na 583 241 tis. Kč. Součtem hodnoty podniku v první a druhé fázi získáme tzv. tržení přidanou hodnotu (*MVA*), což je hodnota podniku, která teprve vznikne v budoucnu, tj. 673 963 tis. Kč. Následně se k tržní přidané hodnotě přičtou čistá operační a neoperační aktiva a získá se tak hodnota podniku

jako celku. Pokud se dále od této hodnoty odečte cizí úročený kapitál, vyčíslí se hodnota vlastního kapitálu podniku, která činí 2 531 319 tis. Kč. Celková tržní hodnota společnosti Meopta – optika s.r.o. k 1. 1. 2010 vypočtená metodou EVA-entity činí 2 653 302 tis. Kč.

#### 4. 4. 2 Analýza citlivosti metody EVA-entity

V rámci ocenění společnosti metodou EVA-entity bude taktéž jako v případě metody DCF-entity provedena analýza citlivosti. Opět se předpokládá vyšší rizikovost odhadu parametrů v druhé fázi, proto se budou o  $\pm 2\%$ ,  $\pm 4\%$  a  $\pm 6\%$  navyšovat faktory právě v roce 2014. Mezi tyto důležité faktory patří *NOA*, *NOPAT* a *WACC*.

Prvním významným faktorem, který ovlivňuje celkovou hodnotu podniku, je čistý operační výsledek hospodaření. Následující tabulka zobrazuje, jak a o kolik se změní celková hodnota podniku, změní-li se hodnota *NOPAT* o  $\pm 2\%$ ,  $\pm 4\%$  a  $\pm 6\%$ .

Tabulka 4. 23: Vliv změny *NOPAT* ve druhé fázi na celkovou hodnotu společnosti (v tis. Kč)

Změna $\alpha$	-6,00%	-4,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	4,00%	6,00%
<b>Upravený NOPAT</b>	159 761	163 160	166 559	169 959	173 358	176 757	180 156
<b>Upravená hodnota podniku</b>	2 503 513	2 553 443	2 603 372	2 653 302	2 703 231	2 753 161	2 803 090
<b>Velikost změny</b>	-5,65%	-3,76%	-1,88%	0,00%	1,88%	3,76%	5,65%

Zdroj: vlastní zpracování

Jak je patrné z tabulky 4. 23, čím více bude *NOPAT* růst, tím se bude zvyšovat také celková hodnota podniku a naopak. Zvýší-li se čistý operační výsledek hospodaření o 6 %, celková hodnota podniku vzroste o 5,65 % tj. o 149 788 tis. Kč a naopak.

Dalším podstatným parametrem jsou čistá operační aktiva, která naopak s růstem své hodnoty snižují celkovou hodnotu podniku. Jak lze vidět v tabulce 4. 24, vzrostou-li *NOA* o 6 % celková hodnota společnosti se sníží o 4,33 %, tj. o 114 794 tis. Kč a naopak.

Tabulka 4. 24: Vliv změny *NOA* ve druhé fázi na celkovou hodnotu společnosti (v tis. Kč)

Změna $\beta$	-6,00%	-4,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	4,00%	6,00%
<b>Upravená NOA</b>	2 165 601	2 211 678	2 257 754	2 303 831	2 349 908	2 395 984	2 442 061
<b>Upravená hodnota podniku</b>	2 768 096	2 729 831	2 691 566	2 653 302	2 615 037	2 576 772	2 538 508
<b>Velikost změny</b>	4,33%	2,88%	1,44%	0,00%	-1,44%	-2,88%	-4,33%

Zdroj: vlastní zpracování

Stejně jako u metody DCF-entity, ovlivňují výši ocenění společnosti také náklady na celkový kapitál. Tabulka 4. 25 zachycuje o kolik a jak se změní celková hodnota podniku, změní-li se *WACC*. Opět se potvrdilo pravidlo, že s růstem hodnoty *WACC* klesá hodnota

podniku a naopak. Například vzrostou-li náklady na celkový kapitál o 6 %, tak celková hodnota podniku klesne o 5,33 %, což je 141 310 tis. Kč.

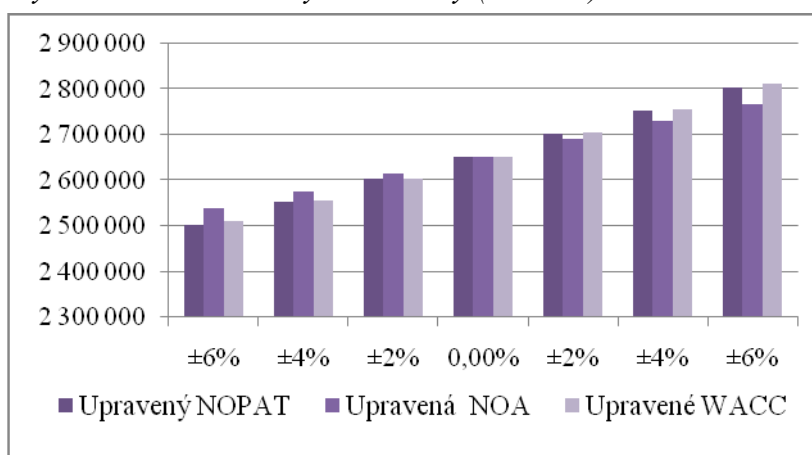
*Tabulka 4. 25: Vliv změny WACC ve druhé fázi na celkovou hodnotu společnosti (v tis. Kč)*

Změna $\gamma$	-6,00%	-4,00%	-2,00%	0,00%	2,00%	4,00%	6,00%
<b>Upravené WACC</b>	5,31%	5,43%	5,54%	5,65%	5,77%	5,88%	5,99%
<b>Upravená hodnota podniku</b>	2 812 651	2 757 321	2 704 250	2 653 302	2 604 351	2 557 284	2 511 992
<b>Velikost změny</b>	<b>6,01%</b>	<b>3,92%</b>	<b>1,92%</b>	<b>0,00%</b>	<b>-1,84%</b>	<b>-3,62%</b>	<b>-5,33%</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Z provedené citlivostní analýzy u metody EVA-entity plyne, že celková hodnota společnosti je pozitivně citlivá na změnu *NOPAT* a inverzně citlivá na změnu *NOA* a *WACC*. Dále z provedené analýzy vyplývá, že nejvíce citlivé parametry jsou *WACC* a *NOPAT* a nejméně naopak *NOA*. Nejvyšší celkové hodnoty podniku vypočtené metodou EVA v rámci provedené citlivostní analýzy bylo dosaženo snížením *WACC* o 6 % (tj. 2 812 651 tis. Kč) a naopak nejnižší hodnoty snížením *NOPAT* o 6 % (tj. 2 503 513 tis. Kč).

*Graf 4. 4: Analýza citlivosti u metody EVA-entity (v tis. Kč)*



*Zdroj: vlastní zpracování*

## 4. 5 Zhodnocení a komparace výsledků

Ocenění společnosti Meopty – optiky s.r.o. k 1. 1. 2010 bylo provedeno metodou DCF-entity a EVA-entity. Základním předpokladem, aby obě metody dávaly stejný výsledek ocenění, je použití stejných údajů pro výpočet, tj. stejné náklady na kapitál, stejný zisk a totožný investovaný kapitál. V rámci ocenění byly u obou metod použity stejné náklady na celkový kapitál, ale rozdílný zisk a investovaný kapitál. U metody EVA-entity došlo k úpravě celkových aktiv na čistá operativní aktiva a k převedení výsledku hospodaření na čistý

operační výsledek hospodaření. Z tohoto důvodu, jak lze vidět v následující tabulce, výsledek ocenění společnosti Meopta – optika, s.r.o. u obou metod není zcela totožný.

*Tabulka 4. 26: Výsledné hodnoty ocenění společnosti a účetní hodnota podniku (v tis. Kč)*

Hodnota podniku	DCF-entity	EVA-entity	Účetní hodnota
<b>Celkový kapitál</b>	<b>2 661 965</b>	<b>2 653 302</b>	<b>1 979 339</b>

*Zdroj: vlastní zpracování*

Z tabulky 4. 26 je zřejmé, že tržní ocenění celkového kapitálu společnosti k 1. 1. 2010 metodou DCF-entity činí 2 661 965 tis. Kč. Tržní hodnota společnosti převyšuje svoji účetní hodnotu o 682 626 tis. Kč. Tento rozdíl je způsoben tím, že účetní data neobsahují tržní ocenění. Vyšší výsledná hodnota společnosti stanovená metodou DCF je ovlivněna především růstem výsledku hospodaření a nízkými náklady kapitálu.

Celková hodnota společnosti stanovená metodou EVA-entity je nižší o 8 663 tis. Kč oproti celkové hodnotě stanovené metodou DCF-entity. Tento rozdíl je způsoben úpravou celkových aktiv na čistá operační aktiva a použitím upraveného provozního výsledku hospodaření namísto účetního výsledku hospodaření. Ovšem nižší hodnota podniku může být způsobena také problémy s naplněním modelu EVA v podmínkách ČR. Výsledná hodnota podniku stanovená metodou EVA-entity, převyšuje účetní hodnotu o 673 963 tis. Kč, neboť tato metoda vychází taktéž jako metoda DCF z tržních údajů.

Obě použité metody vychází z finančního plánu společnosti. V první fázi ocenění se nepředpokládá změna odhadnutých parametrů. Změna predikovaných faktorů se připouští až ve fázi druhé. Z tohoto důvodu byla u obou metod provedena citlivostní analýza, která říká, jak se změní celková hodnota společnosti, změní-li se některý z významných faktorů ve druhé fázi o  $\pm 2\%$ ,  $\pm 4\%$  a  $\pm 6\%$ .

U metody DCF-entity bylo citlivostní analýzou zjištěno, že změna celkové hodnoty podniku reaguje na změnu *FCFF* a změnu *WACC* přibližně stejně, avšak opačným směrem. Bylo potvrzeno, že s růstem *FCFF* celková hodnota podniku roste a s růstem *WACC* celková hodnota společnosti klesá. Pomocí analýzy citlivosti byl určen maximální interval hodnoty společnosti na (2 527 367 tis. Kč; 2 805 154 tis. Kč). Nejvyšší celkové hodnoty podniku bylo dosaženo snížením *WACC* o 6 % a nejnižší naopak snížením *FCFF* o 6 %.

V případě metody EVA-entity byla citlivostní analýza provedena u parametrů *NOPAT*, *NOA* a *WACC*. Analýzou bylo zjištěno, že nejvyšší vliv na změnu celkové hodnoty podniku

má změna *WACC* a *NOPAT* a naopak nejmenší *NOA*. U *NOPAT* byla potvrzena pozitivní závislost, tedy že s růstem *NOPAT* poroste také celková hodnota podniku a u *NOA* a *WACC* byla prokázána závislost inverzní. Pomocí analýzy citlivosti byl určen maximální interval hodnoty společnosti na (2 503 513 tis. Kč; 2 812 651 tis. Kč). Nejvyšší celkové hodnoty podniku bylo dosaženo snížením *WACC* o 6 % a naopak nejnižší snížením *NOPAT* o 6 %. Z výsledků analýzy plyne, že metoda EVA je citlivější na změnu svých parametrů, oproti metodě DCF.

Závěrem je možné konstatovat, že celková hodnota společnosti Meopty – optiky, s.r.o. by se měla pohybovat k 1. 1. 2010 v rozmezí od účetní hodnoty, tj. 1 979 339 tis. Kč do nejvyšší stanovené tržní hodnoty, tj. 2 661 965 tis. Kč, jež byla vypočtena metodou DCF-entity. Pomocí citlivostní analýzy je určen pouze interval, ve kterém by se celková hodnota podniku pohybovala v případě, došlo-li by ke změně odhadnutých parametrů v druhé fázi.

## 5 ZÁVĚR

Cílem diplomové práce bylo stanovení tržní hodnoty společnosti Meopta – optika, s.r.o. k 1. 1. 2010 s využitím vybraných výnosových metod, kterými byly DCF-entity a EVA-entity. Ocenění bylo provedeno na základě subjektivního ocenění pro potřeby případného prodeje podniku.

Práce je rozčleněna do tří logicky na sebe navazujících částí. V první části jsou vymezena teoretická východiska oceňování a jednotlivé kroky při stanovování hodnoty.

V rámci druhé části práce byla nejprve charakterizována oceňovaná společnost Meopta – optika, s.r.o. Poté byla zpracována strategická analýza, která potvrdila, že vývoj makroekonomických ukazatelů měl vliv na snížení výsledku hospodaření společnosti. Dále byla provedena finanční analýza, z které vyplynulo, že jde o stabilní a prosperující podnik s příznivým vývojem do budoucna. V závěru druhé kapitoly byla sestavena SWOT analýza, která shrnuje silné a slabé stránky, příležitosti a ohrožení podniku.

Třetí kapitola je věnována samotné aplikaci vybraných výnosových metod na vybranou společnost. Na začátku této kapitoly je analyzován finanční plán sestavený oceňovanou společností pro roky 2010 až 2014, který je nezbytný pro ocenění výnosovými metodami. Dalším krokem bylo stanovení nákladů na celkový kapitál zadluženého podniku. Tyto náklady byly stanoveny pomocí stavebnicového modelu Ministerstva průmyslu a obchodu ČR. Pro ocenění společnosti byly využity výnosové metody DCF-entity a EVA-entity, které stanovily celkový kapitál společnosti. Obě tyto metody byly založeny na dvoufázovém principu, kdy se předpokládalo, že první fáze trvá první čtyři roky (2010-2013) a druhá fáze od pátého roku (2014) do nekonečna.

První aplikovanou metodou byla metoda DCF-entity, která je založena na diskontování volných peněžních toků pro vlastníky a věřitele náklady celkového kapitálu. Metodou DCF-entity byla vyčíslena celková tržní hodnota Meopty – optiky, s.r.o. k 1. 1. 2010 na 2 661 965 tis. Kč. Dále byla provedena citlivostní analýza na možnosti rozdílného vývoje jednotlivých parametrů v druhé fázi ocenění. Analýza byla provedena u parametrů *FCFF* a *WACC* na změnu  $\pm 2\%$ ,  $\pm 4\%$  a  $\pm 6\%$ . Z analýzy byl získán maximální interval hodnoty společnosti na (2 503 513 tis. Kč; 2 812 651 tis. Kč).

Další použitou metodou byla metoda EVA-entity, která diskontuje toky ekonomické přidané hodnoty náklady celkového kapitálu podniku. Touto metodou byla stanovena celková tržní hodnota společnosti Meopty – optiky, s.r.o. k 1. 1. 2010 na 2 653 302 tis. Kč. Pro druhou

fázi ocenění byla také jako v případě metody DCF provedena citlivostí analýza. Tato analýza zahrnuje změnu parametrů *NOA*, *NOPAT* a *WACC* o  $\pm 2\%$ ,  $\pm 4\%$  a  $\pm 6\%$  a maximální interval hodnoty podniku byl stanoven na (2 503 513 tis. Kč; 2 812 651 tis. Kč). Dále bylo zjištěno, že metoda EVA je citlivější na změnu svých parametrů, než metoda DCF.

Celková hodnota společnosti vypočtená pomocí metody EVA-entity je o 8 663 tis. Kč nižší, než hodnota společnosti vypočtená metodou DCF-entity. Tento rozdíl je způsoben úpravou celkových aktiv na čistá operační aktiva a použitím čistého operačního výsledku hospodaření namísto účetního výsledku hospodaření. Nižší hodnota podniku stanovená metodou EVA může být způsobena také problémy s naplněním modelu v podmínkách ČR. Výsledná hodnota podniku převyšuje u obou metod účetní hodnotu společnosti. Tento rozdíl je dán tím, že obě metody jsou založeny na tržním principu a účetní data nezohledňují tržní ocenění. Vyšší výsledná hodnota společnosti je pak ovlivňována především předpokládaným růstem výsledku hospodaření a také nízkými náklady kapitálu.

Z provedených výpočtů plyne, že celková hodnota společnosti Meopty – optiky, s.r.o. by se měla pohybovat k 1. 1. 2010 v rozmezí od účetní hodnoty, tj. 1 979 339 tis. Kč do nejvyšší stanovené tržní hodnoty, tj. 2 661 965 tis. Kč, jež byla vypočtena metodou DCF-entity.

Závěrem je třeba podotknout, že i když výnosové metody patří v ČR v praxi k nejpoužívanějším, přináší s sebou i některá úskalí. Jedná se zejména o nesprávné stanovení výsledku hospodaření a nákladů kapitálu, jejichž výše může výslednou hodnotu oceněného podniku značně zkreslit.



## Seznam použité literatury

### *a) knižní zdroje*

1. ARZAC, E. Valuation for Buyouts and Restructuring. 1. edit. John Wiley & Sons, Inc. 2005. 281 s. ISBN 0-471-64444-7.
2. BREALEY, Richard A.; MEYRS, Stewart C. Teorie a praxe firemních financí. 1. vydání. Praha: Computer Press, 2000. 1064 s. ISBN 80-7226-189-4.
3. BREALEY, Richard A.; MEYRS, Stewart C. Principles of corporate finance. 5th ed. New York: McGraw-Hill, c1996. ISBN 0-07-007417-8.
4. DLUHOŠOVÁ, Dana. Finanční řízení a rozhodování podniku. 2. vydání. Praha: EKOPRESS, 2008. 192 s. ISBN 978-80-86929-44-6.
5. KISLINGEROVÁ, Eva. Oceňování podniku. 2. vydání. Praha: C.H. Beck. 2001. 367 s. ISBN 80-7179-529-1.
6. MAŘÍK, Miloš a kol. Metody oceňování podniku. 2. vydání. Praha: EKOPRESS, 2007. 492 s. ISBN 978-80-86929-32-3.
7. MAŘÍK, Miloš; MAŘÍKOVÁ, Pavla. Moderní metody hodnocení výkonnosti a oceňování podniku. 2. přepracované a rozšířené vydání. Praha: EKOPRESS, 2005. 164 s. ISBN 80-86119-61-0.
8. MLČOCH, Jan. Oceňování podniku: ekonomické aspekty. 1. vydání. Praha: Linde, 1998. 159 s. ISBN 80-7201-145-6.
9. NEUMAIEROVÁ, I., NEUMAIER, I. Výkonnost a tržní hodnota firmy. 1. vydání. Praha: Grada Publishing, 2002. 216 s. ISBN 80-247-0125-1.
10. VALACH, J. a kol. Finanční řízení podniku. 2. vydání. Praha: Ekopress, 2003. 324 s. ISBN 80-247-0770-5.

### *b) internetové zdroje*

1. Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 18. listopadu 2010]. Dostupné z WWW: <<http://www.cnb.cz/docs/ARADY/HTML/index.htm>>.
2. Česká národní banka [online]. 2010 [cit. 18. listopadu 2010]. Dostupné z WWW: <[http://www.cnb.cz/cs/menova\\_politika/prognoza/](http://www.cnb.cz/cs/menova_politika/prognoza/)>.

3. Český statistický úřad [online]. 2010 [cit. 20. listopadu 2010]. Dostupné z WWW:  
<[http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:\\_makroekonomicke\\_udaje/\\$File/9055171.xls](http://www.czso.cz/csu/redakce.nsf/i/cr:_makroekonomicke_udaje/$File/9055171.xls)>.
4. Evropská centrální banka [online]. 2010 [cit. 10. prosince 2010]. Dostupné z WWW:  
<<http://www.ecb.europa.eu/stats/monetary/rates/html/index.en.html>>.
5. Evropský statistický úřad [online]. 2010 [cit. 20. listopadu 2010]. Dostupné z  
WWW:<[http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search\\_database](http://epp.eurostat.ec.europa.eu/portal/page/portal/statistics/search_database)>.
6. Ministerstvo průmyslu a obchodu [online]. 2010 [cit. 1. prosince 2010]. Dostupné z  
WWW: <<http://download.mpo.cz/get/41946/46844/561571/priloha001.pdf>>.
7. Patria Online [online]. 2011 [cit. 29. ledna 2011]. Dostupné z WWW:  
<<http://www.patria.cz/CurrenciesRates/online/CZ0001000814/bond.aspx#online>>
8. Zákon č. 151/1997 Sb., o oceňování majetku [online]. 201 A [cit. 15. ledna 2011].  
Dostupné z WWW:<<http://www.podnikatel.cz/zakony/zakon-c-151-1997-sb-o-ocenovani-majetku-a-o-zmene-nekterych-zakonu-zakon-o-ocenovani-majetku/cele-zneni/>>.
9. Zákon č. 513/1991 Sb., obchodní zákoník [online]. 2011 [cit. 15. ledna 2011]. Dostupné  
z WWW:<<http://business.center.cz/business/pravo/zakony/obchzak/>>.

**c) Ostatní zdroje**

1. Interní materiály vybraného podniku

## Seznam zkratek a symbolů

$\Delta$	změna
2T Repo	dvoutýdenní repo sazba
$A_0$	neoperační aktiva k datu ocenění
APM	arbitrážní model oceňování
BÚ	bankovní úvěry
CAPM	model oceňování kapitálových aktiv
CK	cizí zdroje (kapitál)
$CK_0$	úročené cizí zdroje k datu ocenění
CK dld.	cizí zdroje dlouhodobé
CZK	české koruna
CZ-NACE	klasifikace ekonomických činností
ČNB	Česká národní banka
ČPK	čistý pracovní kapitál
ČR	Česká republika
D	úročené cizí zdroje
DCF	diskontované peněžní toky
DDM	dividendový diskontní model
DIV	dividenda
DPH	daň z přidané hodnoty
EAT	zisk po zdanění (čistý zisk)
EBIT	zisk před úhradou úroků a daněmi (provozní zisk)
EBT	zisk před zdaněním
ECB	Evropská centrální banka
EU	Evropská unie
EUR	Euro
EUROSTAT	Evropský statistický úřad
EVA	ekonomická přidaná hodnota

FCF	volné peněžní toky
FCFD	volné peněžní toky pro věřitele
FCFE	volné peněžní toky pro vlastníky
FCFE <sub>U</sub>	volné peněžní toky pro vlastníky nezadlužené firmy
FCFF	volné peněžní toky pro vlastníky a věřitele
FH	fázová hodnota
g	tempo růstu
H <sub>n</sub>	hodnota vlastního kapitálu dle metody EVA
HDP	hrubý domácí produkt
i	úroková míra
INV	investice
IVS	Mezinárodní oceňovací standardy
Kč	česká koruna
mld.	miliarda
MLF	marginální zápůjční facilita
MPO	Ministerstvo průmyslu a obchodu České republiky
MVA	tržní přidaná hodnota
NOA	čistá operační aktiva
NOA <sub>0</sub>	čistá operační aktiva k datu ocenění
NOPAT	operační výsledek hospodaření
NOPBT	operační výsledek hospodaření před daní
OA	oběžná aktiva
OBL	obligace
ODP	odpisy
OKEČ	odvětvová klasifikace ekonomických činností
PP	peněžní prostředky
PPP	pohotovému peněžní prostředky
PH	pokračující hodnota

R	náklady kapitálu (kalkulovaná úroková míra)
$R_D$	náklady dluhu
$R_E$	náklady vlastního kapitálu
$R_F$	bezriziková sazba
$R_{FINSTAB}$	riziková přírážka za finanční stabilitu podniku
$R_i$	náklady kapitálu pro jednotlivé fáze
$R_{LA}$	riziková přírážka za velikost podniku
$R_{POD}$	riziková přírážka za produkční sílu
ROA	rentabilita aktiv
ROCE	rentabilita dlouhodobých zdrojů
ROE	rentabilita vlastního kapitálu
S	saldo dluhu
s.r.o.	společnost s ručením omezeným
t	sazba daně z příjmů
T	počet let zahrnutých do výpočtu
tis.	tisíc
TS	daňový štít
USD	americký dolar
Ú	nákladové úroky
ÚZ	úplatné zdroje
V	hodnota podniku (celkového kapitálu)
VK	vlastní kapitál
$VK_0$	vlastní kapitál k datu ocenění
WACC	náklady celkového kapitálu (průměrné náklady kapitálu)
$WACC_U$	náklady celkového kapitálu nezádlužené firmy
$WACC_L$	náklady celkového kapitálu zádlužené firmy
XL	průměrná celková likvidita v odvětví průmyslu
Z	trvale udržitelný zisk

## Prohlášení o využití výsledků diplomové práce

Prohlašuji, že

- jsem byla seznámena s tím, že na mou diplomovou práci se plně vztahuje zákon č. 121/2000 Sb. – autorský zákon, zejména § 35 – užití díla v rámci občanských a náboženských obřadů, v rámci školních představení a užití díla školního a § 60 – školní dílo;
- beru na vědomí, že Vysoká škola báňská – Technická univerzita Ostrava (dále jen VŠB-TUO) má právo nevýdělečně, ke své vnitřní potřebě, diplomovou práci užít (§ 35 odst. 3);
- souhlasím s tím, že diplomová práce bude v elektronické podobě archivována v Ústřední knihovně VŠB-TUO a jeden výtisk bude uložen u vedoucího diplomové práce.
- souhlasím s tím, že bibliografické údaje o diplomové práci budou zveřejněny v informačním systému VŠB-TUO;
- bylo sjednáno, že s VŠB-TUO, v případě zájmu z její strany, uzavřu licenční smlouvu s oprávněním užít dílo v rozsahu § 12 odst. 4 autorského zákona;
- bylo sjednáno, že užít své dílo, diplomovou práci, nebo poskytnout licenci k jejímu využití mohu jen se souhlasem VŠB-TUO, která je oprávněna v takovém případě ode mne požadovat přiměřený příspěvek na úhradu nákladů, které byly VŠB-TUO na vytvoření díla vynaloženy (až do jejich skutečné výše).

V Ostravě dne .....

.....

Jméno a příjmení studenta

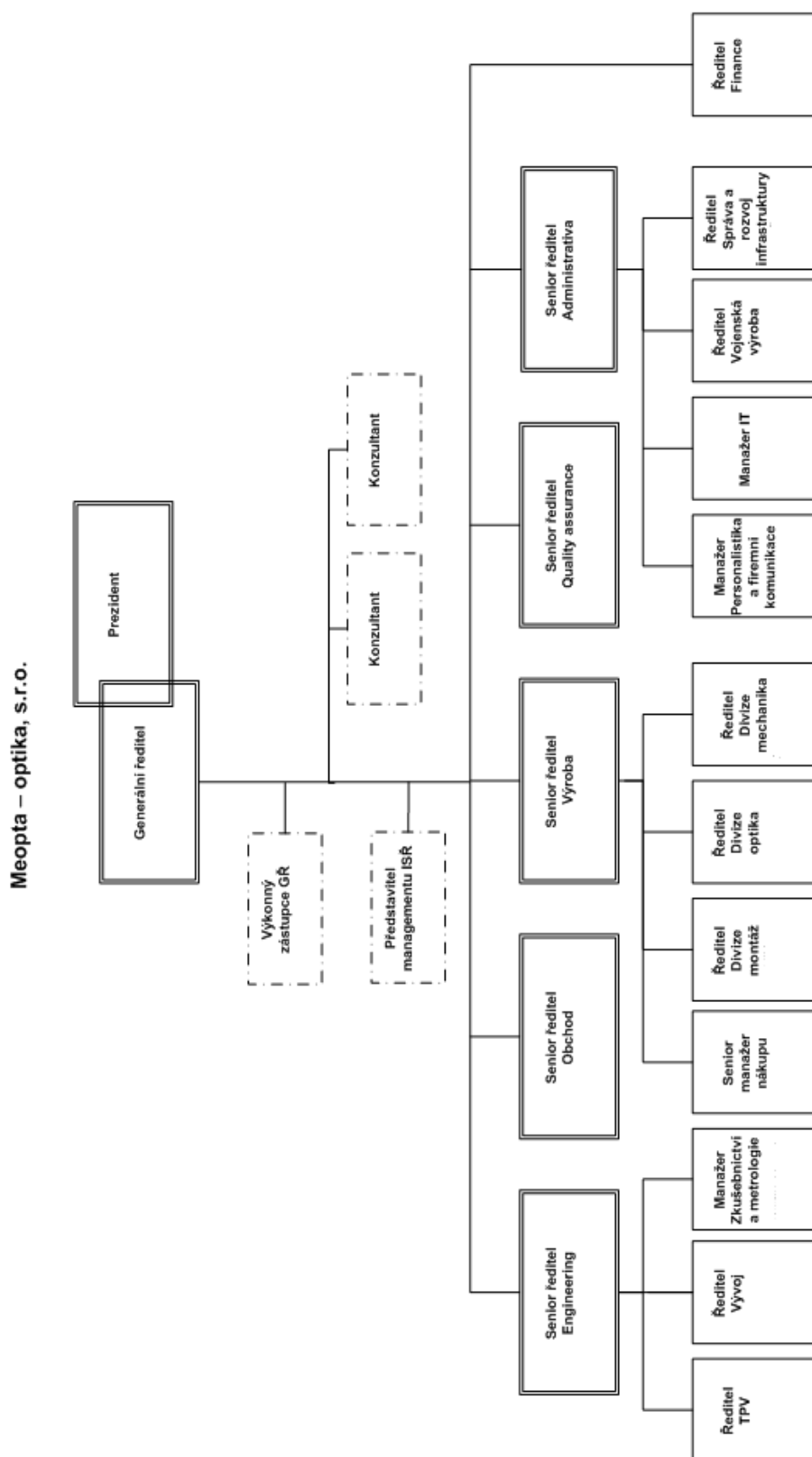
Adresa trvalého pobytu studenta:

.....

## **Seznam příloh**

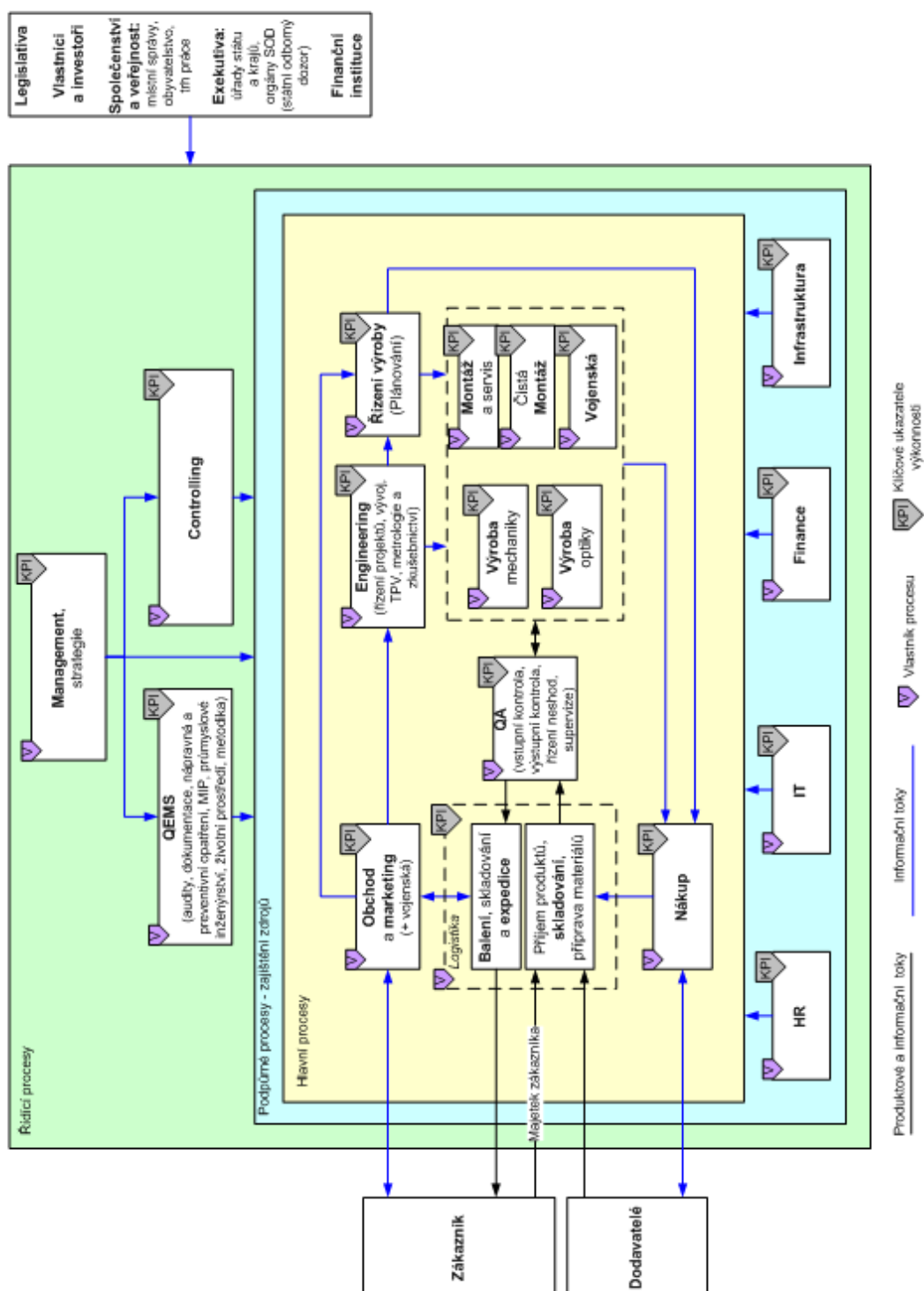
<b>Příloha č. 1:</b>	Organizační struktura společnosti Meopta – optika, s.r.o.
<b>Příloha č. 2:</b>	Mapa základních procesů společnosti Meopta – optika, s.r.o.
<b>Příloha č. 3:</b>	Rozvaha - aktiva (2004-2009)
<b>Příloha č. 4:</b>	Rozvaha - pasiva (2004-2009)
<b>Příloha č. 5:</b>	Výkaz zisku a ztráty (2004-2009)
<b>Příloha č. 6:</b>	Výkaz Cash flow (2004-2009)
<b>Příloha č. 7:</b>	Horizontální analýza rozvahy
<b>Příloha č. 8:</b>	Vertikální analýza rozvahy
<b>Příloha č. 9:</b>	Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty
<b>Příloha č. 10:</b>	Plán výkazu zisku a ztrát
<b>Příloha č. 11:</b>	Plán rozvahy

## Příloha č. 1 – Organizační struktura společnosti Meopta – optika, s.r.o.





## Příloha č. 2 – Mapa základních procesů společnosti Meopta – optika, s.r.o.



### Příloha č. 3/1: Rozvaha - aktiva (2004-2009)

AKTIVA		2004	2005	2006	2007	2008	2009
	<b>AKTIVA CELKEM</b>	<b>1 253 855</b>	<b>1 308 863</b>	<b>1 467 223</b>	<b>2 137 893</b>	<b>2 111 621</b>	<b>1 979 339</b>
<b>A.</b>	<b>POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>B.</b>	<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	<b>661 829</b>	<b>667 062</b>	<b>770 318</b>	<b>1 304 159</b>	<b>1 253 117</b>	<b>1 186 628</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>17 122</b>	<b>22 839</b>	<b>16 064</b>	<b>9 585</b>	<b>3 630</b>	<b>1 528</b>
1.	Zřizovací výdaje	0	0	0	0	0	0
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	287	232	177	123	80	38
3.	Software	1 213	13 878	10 464	5 810	1 363	766
4.	Ocenitelná práva	11 596	8 509	5 423	3 652	2 187	724
5.	Goodwill	0	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4 025	220	0	0	0	0
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0	0	0	0	0	0
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>588 859</b>	<b>588 357</b>	<b>692 396</b>	<b>1 192 989</b>	<b>1 223 942</b>	<b>1 175 355</b>
1.	Pozemky	20 657	20 657	21 898	22 684	22 684	22 501
2.	Stavby	358 935	360 926	394 458	494 777	655 826	676 263
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	180 209	166 455	163 448	445 891	473 548	422 559
4.	Pěstitelské celky trvalých porostů	0	0	0	0	0	0
5.	Základní stádo a tažná zvířata	0	0	0	0	0	0
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	598	598	598	598	598	597
7.	Nedokončený dlouh. hmotný majetek	3 737	12 030	86 911	209 731	53 168	36 482
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	1 008	5 661	4 717	616	1 100	1 609
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	23 714	22 040	20 366	18 692	17 018	15 344
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>55 849</b>	<b>55 866</b>	<b>61 858</b>	<b>101 585</b>	<b>25 545</b>	<b>9 745</b>
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	53 145	54 472	59 282	98 502	22 198	9 393
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	1 263	1 394	2 576	3 183	3 347	352
3.	Ostatní dlouhodobé CP a podíly	0	0	0	0	0	0
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podstatný vliv	1 441	0	0	0	0	0
5.	Jiný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
6.	Požizovaný dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
7.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý finanční majetek	0	0	0	0	0	0
<b>C.</b>	<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>558 916</b>	<b>603 769</b>	<b>660 793</b>	<b>786 578</b>	<b>814 215</b>	<b>752 758</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>357 406</b>	<b>428 824</b>	<b>456 605</b>	<b>577 419</b>	<b>646 094</b>	<b>564 580</b>
1.	Materiál	98 385	122 294	178 292	216 132	178 549	142 105
2.	Nedokončená výroba a polotovary	169 156	220 033	204 548	287 541	345 492	297 864
3.	Výrobky	85 309	82 798	71 677	68 018	116 755	113 141
4.	Zvířata	0	0	0	0	0	0
5.	Zboží	2 856	2 347	479	2 986	3 469	2 284
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	1 700	1 352	1 609	2 742	1 829	9 186
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>6 813</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0
3.	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
4.	Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0
5.	Dlouhodobé poskytnuté zálohy	0	0	0	0	0	0
6.	Dohadné účty aktivní	0	0	0	0	0	0
7.	Jiné pohledávky	0	0	0	0	0	0
8.	Odložená daňová pohledávka	6 813	0	0	0	0	0

**Příloha č. 3/2: Rozvaha - aktiva (2004-2009)**

<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>144 376</b>	<b>148 764</b>	<b>159 892</b>	<b>183 343</b>	<b>148 826</b>	<b>155 052</b>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	137 564	143 646	150 478	175 797	145 908	146 716
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0	0	0	0	0	0
3.	Pohledávky - podstatný vliv	0	0	0	0	0	0
4.	Pohl. za společníky, členy družstva a za účastníky sdružení	0	0	0	0	0	0
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0	0	0	0	0	0
6.	Stát - daňové pohledávky	5 767	3 870	6 643	4 786	1 661	1 746
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 003	892	1 948	1 368	918	2 893
8.	Dohadné účty aktivní	0	317	334	1 221	104	39
9.	Jiné pohledávky	42	39	489	171	235	3 658
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>50 321</b>	<b>26 181</b>	<b>44 296</b>	<b>25 814</b>	<b>19 295</b>	<b>33 126</b>
1.	Peníze	282	154	149	141	124	168
2.	Účty v bankách	50 039	26 027	44 147	25 673	19 171	32 958
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0	0	0	0	0	0
4.	Požizovaný krátkodobý majetek	0	0	0	0	0	0
<b>D.</b>	<b>PŘECHODNÉ ÚČTY AKTIV</b>	<b>33 120</b>	<b>38 032</b>	<b>36 112</b>	<b>47 158</b>	<b>44 289</b>	<b>39 953</b>
1.	Náklady příštích období	289	739	697	311	733	1 650
2.	Komplexní náklady příštích období	32 801	36 534	34 810	46 843	43 550	38 122
3.	Příjmy příštích období	30	759	605	4	6	181

## Příloha č. 4/1: Rozvaha - pasiva (2004-2009)

PASIVA		2004	2005	2006	2007	2008	2009
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>1 253 865</b>	<b>1 308 863</b>	<b>1 467 223</b>	<b>2 137 893</b>	<b>2 111 621</b>	<b>1 979 339</b>
<b>A.</b>	<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>714 806</b>	<b>943 143</b>	<b>954 780</b>	<b>1 093 792</b>	<b>1 683 861</b>	<b>1 650 483</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>394 500</b>	<b>543 596</b>	<b>250 867</b>	<b>368 355</b>	<b>989 337</b>	<b>989 337</b>
1.	Základní kapitál	394 500	543 596	250 867	328 355	989 337	989 337
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0	0
3.	Změny vlastního kapitálu	0	0	0	40 000	0	0
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>267 050</b>	<b>267 308</b>	<b>565 789</b>	<b>574 798</b>	<b>552 431</b>	<b>563 080</b>
1.	Emisní ážio	6	6	6	6	6	6
2.	Ostatní kapitálové fondy	304 995	304 995	598 183	597 724	597 196	597 196
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a závazků	-37 951	-37 693	-32 400	-22 932	-44 771	-34 122
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0	0	0	0	0
<b>A.III.</b>	<b>Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>33 861</b>	<b>35 504</b>	<b>39 454</b>	<b>39 454</b>	<b>39 454</b>	<b>39 454</b>
1.	Zákonný rezervní fond	31 861	33 505	37 454	37 454	37 454	37 454
2.	Statutární a ostatní fondy	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000	2 000
<b>A.IV.</b>	<b>Hospodářský výsledek minulých let</b>	<b>-13 484</b>	<b>17 750</b>	<b>92 786</b>	<b>103 979</b>	<b>111 185</b>	<b>102 639</b>
1.	Nerozdělený zisk minulých let	123 237	154 472	229 508	103 979	111 185	102 639
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-136 721	-136 722	-136 722	0	0	0
<b>A.V.</b>	<b>Výsledek hospodaření běžného účetního období (+/-)</b>	<b>32 879</b>	<b>78 985</b>	<b>5 884</b>	<b>7 206</b>	<b>-8 546</b>	<b>-44 027</b>
<b>B.</b>	<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>530 408</b>	<b>364 589</b>	<b>512 357</b>	<b>1 043 678</b>	<b>427 727</b>	<b>328 756</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>8 649</b>	<b>12 479</b>	<b>9 123</b>	<b>12 043</b>	<b>12 397</b>	<b>9 782</b>
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	450	0	0	0	0	0
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0	0	0	0	0
3.	Rezerva na daň z příjmů	0	3 836	0	0	0	0
4.	Ostatní rezervy	8 190	8 643	9 123	12 043	12 397	9 782
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>162 645</b>	<b>165 940</b>	<b>190 828</b>	<b>578 095</b>	<b>16 054</b>	<b>17 112</b>
1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0	0
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	42 786	41 145	41 145	0	0	4 041
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	119 879	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení	0	0	0	0	0	0
5.	Přijaté zálohy	0	0	0	0	0	0
6.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
7.	Směnky k úhradě	0	0	0	0	0	0
8.	Dohadné účty pasivní	0	0	0	0	0	0
9.	Jiné závazky	0	107 746	131 342	563 286	0	0
10.	Odložený daňový závazek	0	17 049	18 341	14 809	16 054	13 071

**Příloha č. 4/2: Rozvaha - pasiva (2004-2009)**

<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>350 086</b>	<b>186 170</b>	<b>256 338</b>	<b>319 432</b>	<b>248 307</b>	<b>179 879</b>
1.	Závazky z obchodních vztahů	106 952	93 160	138 800	241 989	94 983	67 007
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0	0	0	0	7 898
3.	Závazky k účetním jednotkám pod podstatným vlivem	18 554	0	0	0	0	0
4.	Závazky ke společ., člen. družstva a k účastníkům sdružení	0	1 854	0	0	0	0
5.	Závazky k zaměstnancům	26 404	26 095	29 068	31 373	34 667	29 889
6.	Závazky ze sociálního zabezpečení a zdravotního pojištění	17 997	16 339	15 454	15 991	17 472	15 967
7.	Stát - daňové závazky a dotace	3 104	3 359	2 877	3 361	3 249	2 763
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	1 389	719	1 544	954	3 757	13 809
9.	Vydané dluhopisy	0	0	0	0	0	0
10.	Dohadné účty pasivní	10 189	8 629	4 271	6 390	2 664	2 590
11.	Jiné závazky	165 487	36 015	64 324	19 374	91 515	39 956
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>9 028</b>	<b>0</b>	<b>56 058</b>	<b>134 138</b>	<b>150 969</b>	<b>121 983</b>
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0	0	57 044	43 858	52 380
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	9 028	0	56 058	77 064	107 111	69 603
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0	0	0	0	0
<b>C.</b>	<b>PŘECHODNÉ ÚČTY PASIV</b>	<b>8 651</b>	<b>1 131</b>	<b>96</b>	<b>423</b>	<b>33</b>	<b>100</b>
1.	Výdaje příštích období	11	11	95	39	33	100
2.	Výnosy příštích období	8 640	1 120	1	384	0	0

## Příloha č. 5/1 - Výkaz zisku a ztráty (2004-2009)

VÝKAZ ZISKU A ZTRÁTY		2004	2005	2006	2007	2008	2009
<b>I.</b>	<b>Tržby za prodej zboží</b>	9 521	5 794	4 739	4 137	35 219	13 188
<b>A.</b>	Náklady vynaložené na prodané zboží	4 534	3 292	3 723	543	11 473	5 653
<b>+</b>	<b>OBCHODNÍ MARŽE</b>	<b>4 987</b>	<b>2 502</b>	<b>1 016</b>	<b>3 594</b>	<b>23 746</b>	<b>7 535</b>
<b>II.</b>	<b>Výkony</b>	<b>1 194 130</b>	<b>1 349 099</b>	<b>1 308 913</b>	<b>1 474 353</b>	<b>1 401 565</b>	<b>1 150 047</b>
1.	Tržby za prodej výrobků a služeb	1 166 824	1 293 416	1 283 091	1 410 776	1 259 886	1 164 910
2.	Změna stavu zásob vlastní výroby	3 035	19 319	-25 748	20 970	87 217	-38 082
3.	Aktivace	24 271	36 364	51 570	42 607	54 462	23 219
<b>B.</b>	<b>Výkonová spotřeba</b>	<b>567 689</b>	<b>680 897</b>	<b>655 884</b>	<b>768 891</b>	<b>643 325</b>	<b>482 556</b>
1.	Spotřeba materiálu a energie	410 428	526 645	491 737	618 181	549 796	404 467
2.	Služby	157 261	154 252	164 147	150 710	93 529	78 089
<b>+</b>	<b>PŘIDANÁ HODNOTA</b>	<b>631 428</b>	<b>670 704</b>	<b>654 045</b>	<b>709 056</b>	<b>781 986</b>	<b>675 026</b>
<b>C.</b>	<b>Osobní náklady</b>	<b>495 284</b>	<b>535 079</b>	<b>581 705</b>	<b>656 444</b>	<b>683 897</b>	<b>594 599</b>
1.	Mzdové náklady	359 710	387 392	419 823	473 983	495 798	443 018
2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	596	54	0	0	0	0
3.	Náklady na soc. zabezpečení a zdravotní pojištění	125 089	135 873	146 686	165 715	172 177	138 824
4.	Sociální náklady	9 889	11 760	15 196	16 746	15 922	12 757
<b>D.</b>	<b>Daně a poplatky</b>	<b>2 251</b>	<b>1 350</b>	<b>1 313</b>	<b>1 514</b>	<b>1 665</b>	<b>1 397</b>
<b>E.</b>	<b>Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku</b>	<b>64 371</b>	<b>61 747</b>	<b>63 461</b>	<b>64 889</b>	<b>103 824</b>	<b>100 609</b>
<b>III.</b>	<b>Tržby z prodeje DM a materiálu</b>	<b>6 328</b>	<b>8 386</b>	<b>14 138</b>	<b>37 880</b>	<b>14 541</b>	<b>7 983</b>
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	767	1 008	35	1 964	415	3 636
2.	Tržby z prodeje materiálu	5 561	7 378	14 103	35 916	14 126	4 347
<b>F.</b>	<b>Zůstatková cena prodaného DM a materiálu</b>	<b>12 098</b>	<b>9 964</b>	<b>12 513</b>	<b>13 725</b>	<b>8 019</b>	<b>3 206</b>
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	892	1 669	23	1 717	0	1 276
2.	Prodaný materiál	11 206	8 295	12 490	12 008	8 019	1 930
<b>G.</b>	<b>Změna stavu rezerv a opravných pol. v prov. oblasti</b>	<b>9 194</b>	<b>-15 787</b>	<b>-2 750</b>	<b>-1 868</b>	<b>-13 068</b>	<b>25 877</b>
<b>IV.</b>	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	<b>15 186</b>	<b>22 115</b>	<b>15 679</b>	<b>9 097</b>	<b>22 525</b>	<b>14 268</b>
<b>H.</b>	<b>Ostatní provozní náklady</b>	<b>16 251</b>	<b>27 705</b>	<b>18 525</b>	<b>15 304</b>	<b>53 678</b>	<b>5 369</b>
<b>V.</b>	<b>Převod provozních výnosů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>I.</b>	<b>Převod provozních nákladů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>*</b>	<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>53 493</b>	<b>81 147</b>	<b>9 095</b>	<b>6 025</b>	<b>-18 963</b>	<b>-33 780</b>
<b>VI.</b>	<b>Tržby z prodeje cenných papírů a podílů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>39 930</b>	<b>0</b>
<b>J.</b>	<b>Prodané cenné papíry a podíly</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>25</b>	<b>0</b>
<b>VII.</b>	<b>Výnosy z dlouhodobého finančního majetku</b>	<b>69</b>	<b>118</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
1.	Výnosy z podílů v ovl. a říz. osob. a v ú.j.s pods.vl.	69	118	0	0	0	0
2.	Výnosy z ostatních dlouhodobých CP a podílů	0	0	0	0	0	0
3.	Výnosy z ostatního dlouhodobého FM	0	0	0	0	0	0
<b>VIII.</b>	<b>Výnosy z krátkodobého finančního majetku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>K.</b>	<b>Náklady z finančního majetku</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>IX.</b>	<b>Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>L.</b>	<b>Náklady z přecenění cenných papírů derivátů</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>M.</b>	<b>Změna stavu rezerv a oprav. Pol. ve finanční oblasti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>X.</b>	<b>Výnosové úroky</b>	<b>122</b>	<b>57</b>	<b>403</b>	<b>370</b>	<b>930</b>	<b>27</b>
<b>N.</b>	<b>Nákladové úroky</b>	<b>5 466</b>	<b>5 367</b>	<b>6 101</b>	<b>16 011</b>	<b>15 589</b>	<b>4 962</b>

**Příloha č. 5/2 - Výkaz zisku a ztráty (2004-2009)**

<b>XI.</b>	Ostatní finanční výnosy	24 798	27 010	35 078	71 990	205 155	69 786
<b>O.</b>	Ostatní finanční náklady	29 426	26 349	33 247	53 391	218 697	78 081
<b>XII.</b>	Převod finančních výnosů	0	0	0	0	0	0
<b>P.</b>	Převod finančních nákladů	0	0	0	0	0	0
<b>*</b>	<b>FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>-9 903</b>	<b>-4 531</b>	<b>-3 867</b>	<b>2 958</b>	<b>11 704</b>	<b>-13 230</b>
<b>Q.</b>	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	<b>10 711</b>	<b>27 748</b>	<b>-656</b>	<b>1 777</b>	<b>1 287</b>	<b>-2 983</b>
<b>1.</b>	-splatná	0	3 886	-1 948	0	42	0
<b>2.</b>	-odložená	10 711	23 862	1 292	1 777	1 245	-2 983
<b>**</b>	<b>VÝSLEDEK HOSPODAŘ. ZA BĚŽNOU ČINNOST</b>	<b>32 879</b>	<b>48 868</b>	<b>5 884</b>	<b>7 206</b>	<b>-8 546</b>	<b>-44 027</b>
<b>XIII.</b>	Mimořádné výnosy	0	30 117	0	0	0	0
<b>R.</b>	Mimořádné náklady	0	0	0	0	0	0
<b>S.</b>	<b>Daň z příjmů z mimořádné činnosti</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>1.</b>	-splatná	0	0	0	0	0	0
<b>2.</b>	-odložená	0	0	0	0	0	0
<b>*</b>	<b>MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>0</b>	<b>30 117</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>T.</b>	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0	0	0	0	0	
<b>***</b>	<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>32 879</b>	<b>78 985</b>	<b>5 884</b>	<b>7 206</b>	<b>-8 546</b>	<b>-44 027</b>
<b>****</b>	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>43 590</b>	<b>106 733</b>	<b>5 228</b>	<b>8 983</b>	<b>-7 259</b>	<b>-47 010</b>

## Příloha č. 6/1 - Výkaz Cash flow (2004-2009)

VÝKAZ CASH FLOW				2004	2005	2006	2007	2008	2009
P.			Stav PP a peněžních ekvivalentů na začátku účetního období	34959	50321	26181	44296	25814	19295
Peněžní toky z hlavní výdělečné činnosti (provozní činnost)									
Z.			Účetní zisk nebo ztráta z běžné činnosti před zdaněním	43590	106733	5228	8983	-7259	-47010
A.	1		Úpravy o nepeněžní operace	54056	16878	67723	79214	96185	120161
A.	1	1	Odpisy stálých aktiv a umořování opravné položky k nabytému majetku	64371	60073	63461	64889	103824	100609
A.	1	2	Změna stavu opravných položek, rezerv	-15715	-20649	-4900	-711	-9559	-10604
		2a	Opravné položky	11412	-12047	-2429	7088	-12392	-12392
		2b	Rezervy	-4947	3830	-3356	2920	354	-2615
		2c	Časové rozlišení	-22180	-12432	885	-10719	2479	4403
A.	1	3	Zisk (-) ztráta (+) z prodeje stálých aktiv	125	2379	3464	-605	-415	-2360
A.	1	4	Zisk (-) ztráta (+) z prodeje cenných papírů	0	0	0	0	-39905	0
A.	1	5	Výnosy z dividend a podílů na zisku	-69	-118	0	0	0	0
A.	1	6	Vyúčtované nákladové úroky s výjimkou kapitalizovaných a výnosové úroky	5344	5310	5698	15641	14659	4935
A.	1	7	Zisk (-) ztráta (+) z likvidace dceřiných společností	0	-30117	0	0	27518	27581
A.	*		Čistý PT z prov.čin. před zdaněním, prac. kapitálu a mim.položkami	97646	123611	72951	88197	88926	73151
A.	2		Změny stavu nepeněžních složek pracovního kapitálu	-14835	-28648	37791	-90910	-142195	-34280
A.	2	1	Změna stavu pohledávek z provozní činnosti, přechodných účtů aktiv	-62219	-3942	-10668	-24305	34517	-6226
A.	2	2	Změna stavu krátkodobých závazků z provozní činnosti, přechodn. účtů pasiv	66498	-18706	74948	64038	-109282	-106585
A.	2	3	Změna stavu zásob	-8403	-29862	-27781	-127111	-68675	81514
A.	2	4	Změna stavu KFM nespádajícího do peněžních prostř. a ekvivalentů	0	0	1292	0	0	0
A.	2	5	Změna stavu odložené daňové pohledávky nebo závazku	-10711	23862	110742	-3532	1245	-2983
A.	**		Čistý peněžní tok z provozní činnosti před zdaněním a mim. položkami	82811	94963	-6101	-2713	-53269	38871
A.	3		Vyplacené úroky s výjimkou kapitalizovaných	-5466	-5367	403	-16011	-15589	-4962
A.	4		Přijaté úroky	122	57	-2832	370	930	27
A.	5		Zaplacená daň z příjmů za běžnou činnost a doměrky daně za minulá období	0	0	0	-994	-42	0
A.	6		Příjmy a výdaje spojené s mimořádným HV včetně daně z příjmů	0	0	0	0	0	0
A.	7		Odložená daň z příjmů	-6813	-23862	-1292	-1777	-1245	2983
A.	***		Čistý peněžní tok z provozní činnosti	70654	65791	100920	-21075	-69215	36919
Peněžní toky z investiční činnosti									
B.	1		Výdaje spojené s nabytím stálých aktiv	-28661	-69716	-162494	-591017	-116431	-116431
			Nabytí dlouhodobého hmotného majetku	-23407	-56269	-158959	-574807	-115859	-115859
			Nabytí dlouhodobého nehmotného majetku	-5254	-12247	-2835	-2193	-572	-527
			Nabytí dlouhodobého finančního majetku	0	-1200	-700	-14017	0	0
B.	2		Příjmy z prodeje stálých aktiv	768	1008	35	1964	105098	68389
			Výnosy z prodeje dlouhodobého hmotného a nehmotného majetku	768	1008	35	1964	415	3636
			Výnosy z prodeje dlouhodobého finančního majetku	0	0	0	0	39930	0
			Podíl na likvidačním zůstatku	0	0	0	0	64753	64753
B.	3		Půjčky a úvěry spřízněným osobám	95090	1441	0	0	0	0
B.	***		Čistý peněžní tok z investiční činnosti	67196	-67267	-162459	-589053	-11333	-48042



## Příloha č. 6/2 - Výkaz Cash flow (2004-2009)

Peněžní toky z finanční činnosti								
C.	1	Dopady změn dlouhodobých, resp. krátkodobých závazků	7708	-22782	79654	468849	-546425	-24945
C.	2	<b>Dopady změn vlastního kapitálu na peněžní prostředky a ekvivalenty</b>	<b>-130265</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>122797</b>	<b>620454</b>	<b>-528</b>
C.	2 1	Zvýšení peněžních prostředků z důvodů zvýšení ZK, emisního ážia atd.	0	0	0	117488	620982	0
C.	2 2	Vyplacení podílů na vlastním jmění společníkům	-163349	0	0	0	0	0
C.	2 3	Další vklady peněžních prostředků společníků a akcionářů-dary, dotace	0	0	0	0	0	0
C.	2 4	Úhrada ztráty společníky	0	0	0	0	0	0
C.	2 5	Platby z fondů tvořených ze zisku	0	0	0	0	-528	-528
C.	2 6	Vyplacené dividendy nebo podíly na zisku včetně zaplacené daně	0	0	0	0	0	0
C.	2 7	Odložená daň z minulých let	33084	0	0	5309	0	0
C.	3	Přijaté dividendy a podíly na zisku	69	118	0	0	0	0
C.	***	<b>Čistý peněžní tok z finanční činnosti</b>	<b>-122488</b>	<b>-22664</b>	<b>79654</b>	<b>591646</b>	<b>74029</b>	<b>-25473</b>
F.		<b>Čisté zvýšení resp. snížení peněžních prostředků</b>	<b>15362</b>	<b>-24140</b>	<b>18115</b>	<b>-18482</b>	<b>-6519</b>	<b>-36596</b>
R.		<b>Stav PP pen. ekvivalentů na konci účetního období</b>	<b>50321</b>	<b>26181</b>	<b>44296</b>	<b>25814</b>	<b>19295</b>	<b>-17301</b>

## Příloha č. 7/1 – Horizontální analýza rozvahy - aktiva

HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY		2004-2005		2005-2006		2006-2007		2007-2008		2008-2009	
	AKTIVA CELKEM	4,39%	55 008	12,10%	158 360	45,71%	670 670	-1,23%	-26 272	-6,26%	-132 282
<b>A.</b>	<b>POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>
<b>B.</b>	<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	<b>0,79%</b>	<b>5 233</b>	<b>15,48%</b>	<b>103 256</b>	<b>69,30%</b>	<b>533 841</b>	<b>-3,91%</b>	<b>-51 042</b>	<b>-5,31%</b>	<b>-66 489</b>
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	<b>33,39%</b>	<b>5 717</b>	<b>-29,66%</b>	<b>-6 775</b>	<b>-40,33%</b>	<b>-6 479</b>	<b>-62,13%</b>	<b>-5 955</b>	<b>-57,91%</b>	<b>-2 102</b>
1.	Zřizovací výdaje	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	-19,16%	-55	-23,71%	-55	-30,51%	-54	-34,96%	-43	-52,50%	-42
3.	Software	1044,11%	12 665	-24,60%	-3 414	-44,48%	-4 654	-76,54%	-4 447	-43,80%	-597
4.	Ocenitelná práva	-26,62%	-3 087	-36,27%	-3 086	-32,66%	-1 771	-40,12%	-1 465	-66,90%	-1 463
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	-94,53%	-3 805	-100,00%	-220	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý nehmotný majetek	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	<b>-0,09%</b>	<b>-502</b>	<b>17,68%</b>	<b>104 039</b>	<b>72,30%</b>	<b>500 593</b>	<b>2,59%</b>	<b>30 953</b>	<b>-3,97%</b>	<b>-48 587</b>
1.	Pozemky	0,00%	0	6,01%	1 241	3,59%	786	0,00%	0	-0,81%	-183
2.	Stavby	0,55%	1 991	9,29%	33 532	25,43%	100 319	32,55%	161 049	3,12%	20 437
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	-7,63%	-13 754	-1,81%	-3 007	172,80%	282 443	6,20%	27 657	-10,77%	-50 989
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	-0,17%	-1
7.	Nedokončený dlouh. hmotný majetek	221,92%	8 293	622,45%	74 881	141,32%	122 820	-74,65%	-156 563	-31,38%	-16 686
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný majetek	461,61%	4 653	-16,68%	-944	-86,94%	-4 101	78,57%	484	46,27%	509
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	-7,06%	-1 674	-7,60%	-1 674	-8,22%	-1 674	-8,96%	-1 674	-9,84%	-1 674
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	<b>0,03%</b>	<b>17</b>	<b>10,73%</b>	<b>5 992</b>	<b>64,22%</b>	<b>39 727</b>	<b>-74,85%</b>	<b>-76 040</b>	<b>-61,85%</b>	<b>-15 800</b>
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	2,50%	1 327	8,83%	4 810	66,16%	39 220	-77,46%	-76 304	-57,69%	-12 805
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	10,37%	131	84,79%	1 182	23,56%	607	5,15%	164	-89,48%	-2 995
3.	Ostatní dlouhodobé CP a podíly	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podst. vliv	-100,00%	-1 441	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
<b>C.</b>	<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>8,02%</b>	<b>44 853</b>	<b>9,44%</b>	<b>57 024</b>	<b>19,04%</b>	<b>125 785</b>	<b>3,51%</b>	<b>27 637</b>	<b>-7,55%</b>	<b>-61 457</b>
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	<b>19,98%</b>	<b>71 418</b>	<b>6,48%</b>	<b>27 781</b>	<b>26,46%</b>	<b>120 814</b>	<b>11,89%</b>	<b>68 675</b>	<b>-12,62%</b>	<b>-81 514</b>
1.	Materiál	24,30%	23 909	45,79%	55 998	21,22%	37 840	-17,39%	-37 583	-20,41%	-36 444
2.	Nedokončená výroba a polotovary	30,08%	50 877	-7,04%	-15 485	40,57%	82 993	20,15%	57 951	-13,79%	-47 628
3.	Výrobky	-2,94%	-2 511	-13,43%	-11 121	-5,10%	-3 659	71,65%	48 737	-3,10%	-3 614
4.	Zvířata	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
5.	Zboží	-17,82%	-509	-79,59%	-1 868	523,38%	2 507	16,18%	483	-34,16%	-1 185
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	-20,47%	-348	19,01%	257	70,42%	1 133	-33,30%	-913	402,24%	7 357
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	<b>-100,00%</b>	<b>-6 813</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	<b>3,04%</b>	<b>4 388</b>	<b>7,48%</b>	<b>11 128</b>	<b>14,67%</b>	<b>23 451</b>	<b>-18,83%</b>	<b>-34 517</b>	<b>4,18%</b>	<b>6 226</b>
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	4,42%	6 082	4,76%	6 832	16,83%	25 319	-17,00%	-29 889	0,55%	808
2.	Pohledávky - ovládající a řídicí osoba	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
3.	Pohledávky - podstatný vliv	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
4.	Pohl. za společníky, členy družstva	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
5.	Sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
6.	Stát - daňové pohledávky	-32,89%	-1 897	71,65%	2 773	-27,95%	-1 857	-65,29%	-3 125	5,12%	85
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	-11,07%	-111	118,39%	1 056	-29,77%	-580	-32,89%	-450	215,14%	1 975
8.	Dohadné účty aktivní	0,00%	317	5,36%	17	265,57%	887	-91,48%	-1 117	-62,50%	-65
9.	Jiné pohledávky	-7,14%	-3	1153,85%	450	-65,03%	-318	37,43%	64	1456,60%	3 423
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	<b>-47,97%</b>	<b>-24 140</b>	<b>69,19%</b>	<b>18 115</b>	<b>-41,72%</b>	<b>-18 482</b>	<b>-25,25%</b>	<b>-6 519</b>	<b>71,68%</b>	<b>13 831</b>
1.	Peníze	-45,39%	-128	-3,25%	-5	-5,37%	-8	-12,06%	-17	35,48%	44
2.	Účty v bankách	-47,99%	-24 012	69,62%	18 120	-41,85%	-18 474	-25,33%	-6 502	71,92%	13 787
3.	Krátkodobé cenné papíry a podíly	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
4.	Požizovaný krátkodobý majetek	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
<b>D.</b>	<b>PŘECHODNÉ ÚČTY AKTIV</b>	<b>14,83%</b>	<b>4 912</b>	<b>-5,05%</b>	<b>-1 920</b>	<b>30,59%</b>	<b>11 046</b>	<b>-6,08%</b>	<b>-2 869</b>	<b>-9,79%</b>	<b>-4 336</b>
1.	Náklady příštích období	155,71%	450	-5,68%	-42	-55,38%	-386	135,69%	422	125,10%	917
2.	Komplexní náklady příštích období	11,38%	3 733	-4,72%	-1 724	34,57%	12 033	-7,03%	-3 293	-12,46%	-5 428
3.	Příjmy příštích období	2430,00%	729	-20,29%	-154	-99,34%	-601	50,00%	2	2916,67%	175

## Příloha č. 7/2 – Horizontální analýza rozvahy – pasiva

HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY		2004-2005		2005-2006		2006-2007		2007-2008		2008-2009	
	<b>PASIVA CELKEM</b>	<b>4,39%</b>	<b>54 998</b>	<b>12,10%</b>	<b>158 360</b>	<b>45,71%</b>	<b>670 670</b>	<b>-1,23%</b>	<b>-26 272</b>	<b>-6,26%</b>	<b>-132 282</b>
<b>A.</b>	<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>31,94%</b>	<b>228 337</b>	<b>1,23%</b>	<b>11 637</b>	<b>14,56%</b>	<b>139 012</b>	<b>53,95%</b>	<b>590 069</b>	<b>-1,98%</b>	<b>-33 378</b>
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	<b>37,79%</b>	<b>149 096</b>	<b>-53,85%</b>	<b>-292 729</b>	<b>46,83%</b>	<b>117 488</b>	<b>168,58%</b>	<b>620 982</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>
1.	Základní kapitál	37,79%	149 096	-53,85%	-292 729	30,89%	77 488	201,30%	660 982	0,00%	0
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
3.	Změny vlastního kapitálu	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	40 000	-100,00%	-40 000	0,00%	0
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	<b>0,10%</b>	<b>258</b>	<b>111,66%</b>	<b>298 481</b>	<b>1,59%</b>	<b>9 009</b>	<b>-3,89%</b>	<b>-22 367</b>	<b>1,93%</b>	<b>10 649</b>
1.	Emisní ážio	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2.	Ostatní kapitálové fondy	0,00%	0	96,13%	293 188	-0,08%	-459	-0,09%	-528	0,00%	0
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a záv.	-0,68%	258	-14,04%	5 293	-29,22%	9 468	95,23%	-21 839	-23,79%	10 649
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
<b>A.III.</b>	<b>Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku</b>	<b>4,85%</b>	<b>1 643</b>	<b>11,13%</b>	<b>3 950</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>
1.	Zákonný rezervní fond	5,16%	1 644	11,79%	3 949	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2.	Statutární a ostatní fondy	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
<b>A.IV.</b>	<b>Hospodářský výsledek minulých let</b>	<b>-231,64%</b>	<b>31 234</b>	<b>422,74%</b>	<b>75 036</b>	<b>12,06%</b>	<b>11 193</b>	<b>6,93%</b>	<b>7 206</b>	<b>-7,69%</b>	<b>-8 546</b>
1.	Nerozdělený zisk minulých let	25,35%	31 235	48,58%	75 036	-54,69%	-125 529	6,93%	7 206	-7,69%	-8 546
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	0,00%	-1	0,00%	0	-100,00%	136 722	0,00%	0	0,00%	0
<b>A.V.</b>	<b>VH běžného účetního období (+/-)</b>	<b>140,23%</b>	<b>46 106</b>	<b>-92,55%</b>	<b>-73 101</b>	<b>22,47%</b>	<b>1 322</b>	<b>-218,60%</b>	<b>-15 752</b>	<b>415,18%</b>	<b>-35 481</b>
<b>B.</b>	<b>CIZÍ ZDROJE</b>	<b>-31,26%</b>	<b>-165 819</b>	<b>40,53%</b>	<b>147 768</b>	<b>103,70%</b>	<b>531 321</b>	<b>-59,02%</b>	<b>-615 951</b>	<b>-23,14%</b>	<b>-98 971</b>
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	<b>44,28%</b>	<b>3 830</b>	<b>-26,89%</b>	<b>-3 356</b>	<b>32,01%</b>	<b>2 920</b>	<b>2,94%</b>	<b>354</b>	<b>-21,09%</b>	<b>-2 615</b>
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	-100,00%	-450	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
3.	Rezerva na daň z příjmů	0,00%	3 836	-100,00%	-3 836	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
4.	Ostatní rezervy	5,53%	453	5,55%	480	32,01%	2 920	2,94%	354	-21,09%	-2 615
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	<b>2,03%</b>	<b>3 295</b>	<b>15,00%</b>	<b>24 888</b>	<b>202,94%</b>	<b>387 267</b>	<b>-97,22%</b>	<b>-562 041</b>	<b>6,59%</b>	<b>1 058</b>
1.	Závazky z obchodních vztahů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2.	Závazky k ovládanými a řízenými osobami	-3,84%	-1 641	0,00%	0	-100,00%	-41 145	0,00%	0	0,00%	4 041
3.	Závazky k ÚJ pod podstatným vlivem	-100,00%	-119 879	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
9.	Jiné závazky	0,00%	107 746	21,90%	23 596	328,87%	431 944	-100,00%	-563 286	0,00%	0
10.	Odložený daňový závazek	0,00%	17 049	7,58%	1 292	-19,26%	-3 532	8,41%	1 245	-18,58%	-2 983
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	<b>-46,82%</b>	<b>-163 916</b>	<b>37,69%</b>	<b>70 168</b>	<b>24,61%</b>	<b>63 094</b>	<b>-22,27%</b>	<b>-71 125</b>	<b>-27,56%</b>	<b>-68 428</b>
1.	Závazky z obchodních vztahů	-12,90%	-13 792	48,99%	45 640	74,34%	103 189	-60,75%	-147 006	-29,45%	-27 976
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	7 898
3.	Závazky k ÚJ pod podstatným vlivem	-100,00%	-18 554	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
4.	Závazky ke společ., člen. družstva	0,00%	1 854	-100,00%	-1 854	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
5.	Závazky k zaměstnancům	-1,17%	-309	11,39%	2 973	7,93%	2 305	10,50%	3 294	-13,78%	-4 778
6.	Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	-9,21%	-1 658	-5,42%	-885	3,47%	537	9,26%	1 481	-8,61%	-1 505
7.	Stát - daňové závazky a dotace	8,22%	255	-14,35%	-482	16,82%	484	-3,33%	-112	-14,96%	-486
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	-48,24%	-670	114,74%	825	-38,21%	-590	293,82%	2 803	267,55%	10 052
9.	Vydané dluhopisy	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
10.	Dohadné účty pasivní	-15,31%	-1 560	-50,50%	-4 358	49,61%	2 119	-58,31%	-3 726	-2,78%	-74
11.	Jiné závazky	-78,24%	-129 472	78,60%	28 309	-69,88%	-44 950	372,36%	72 141	-56,34%	-51 559
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	<b>-100,00%</b>	<b>-9 028</b>	<b>0,00%</b>	<b>56 058</b>	<b>139,28%</b>	<b>78 080</b>	<b>12,55%</b>	<b>16 831</b>	<b>-19,20%</b>	<b>-28 986</b>
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	57 044	-23,12%	-13 186	19,43%	8 522
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	-100,00%	-9 028	0,00%	56 058	37,47%	21 006	38,99%	30 047	-35,02%	-37 508
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
<b>C.</b>	<b>PŘECHODNÉ ÚČTY PASIV</b>	<b>-86,93%</b>	<b>-7 520</b>	<b>-91,51%</b>	<b>-1 035</b>	<b>340,63%</b>	<b>327</b>	<b>-92,20%</b>	<b>-390</b>	<b>203,03%</b>	<b>67</b>
1.	Výdaje příštích období	0,00%	0	763,64%	84	-58,95%	-56	-15,38%	-6	203,03%	67
2.	Výnosy příštích období	-87,04%	-7 520	-99,91%	-1 119	38300,00%	383	-100,00%	-384	0,00%	0

## Příloha č. 8/1 – Vertikální analýza rozvahy – aktiva

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY		2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	AKTIVA CELKEM	1 253 855	100,0%	1 308 863	100,0%	1 467 223	100,0%	2 137 893	100,0%	2 111 621	100,0%	1 979 339	100,0%
<b>A.</b>	<b>POHLEDÁVKY ZA UPSANÝ VLASTNÍ KAP.</b>	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>B.</b>	<b>DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	661 829	52,8%	667 062	51,0%	770 318	52,5%	1 304 159	61,0%	1 253 117	59,3%	1 186 628	60,0%
<b>B.I.</b>	<b>Dlouhodobý nehmotný majetek</b>	17 122	1,4%	22 839	1,7%	16 064	1,1%	9 585	0,4%	3 630	0,2%	1 528	0,1%
2.	Nehmotné výsledky výzkumu a vývoje	287	0,0%	232	0,0%	177	0,0%	123	0,0%	80	0,0%	38	0,0%
3.	Software	1 213	0,1%	13 878	1,1%	10 464	0,7%	5 810	0,3%	1 363	0,1%	766	0,0%
4.	Ocenitelná práva	11 596	0,9%	8 509	0,7%	5 423	0,4%	3 652	0,2%	2 187	0,1%	724	0,0%
7.	Nedokončený dlouhodobý nehmotný majetek	4 025	0,3%	220	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobý hmotný majetek</b>	588 859	47,0%	588 357	45,0%	692 396	47,2%	1 192 989	55,8%	1 223 942	58,0%	1 175 355	59,4%
1.	Pozemky	20 657	1,6%	20 657	1,6%	21 898	1,5%	22 684	1,1%	22 684	1,1%	22 501	1,1%
2.	Stavby	358 935	28,6%	360 926	27,6%	394 458	26,9%	494 777	23,1%	655 826	31,1%	676 263	34,2%
3.	Samostatné movité věci a soubory movitých věcí	180 209	14,4%	166 455	12,7%	163 448	11,1%	445 891	20,9%	473 548	22,4%	422 559	21,3%
6.	Jiný dlouhodobý hmotný majetek	598	0,0%	598	0,0%	598	0,0%	598	0,0%	598	0,0%	597	0,0%
7.	Nedokončený dlouh. hmotný majetek	3 737	0,3%	12 030	0,9%	86 911	5,9%	209 731	9,8%	53 168	2,5%	36 482	1,8%
8.	Poskytnuté zálohy na dlouhodobý hmotný maj.	1 008	0,1%	5 661	0,4%	4 717	0,3%	616	0,0%	1 100	0,1%	1 609	0,1%
9.	Oceňovací rozdíl k nabytému majetku	23 714	1,9%	22 040	1,7%	20 366	1,4%	18 692	0,9%	17 018	0,8%	15 344	0,8%
<b>B.III.</b>	<b>Dlouhodobý finanční majetek</b>	55 849	4,5%	55 866	4,3%	61 858	4,2%	101 585	4,8%	25 545	1,2%	9 745	0,5%
1.	Podíly v ovládaných a řízených osobách	53 145	4,2%	54 472	4,2%	59 282	4,0%	98 502	4,6%	22 198	1,1%	9 393	0,5%
2.	Podíly v účetních jednotkách pod podstatným vlivem	1 263	0,1%	1 394	0,1%	2 576	0,2%	3 183	0,1%	3 347	0,2%	352	0,0%
4.	Půjčky a úvěry - ovládající a řídicí osoba, podst. vliv	1 441	0,1%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>C.</b>	<b>OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	558 916	44,6%	603 769	46,1%	660 793	45,0%	786 578	36,8%	814 215	38,6%	752 758	38,0%
<b>C.I.</b>	<b>Zásoby</b>	357 406	28,5%	428 824	32,8%	456 605	31,1%	577 419	27,0%	646 094	30,6%	564 580	28,5%
1.	Materiál	98 385	7,8%	122 294	9,3%	178 292	12,2%	216 132	10,1%	178 549	8,5%	142 105	7,2%
2.	Nedokončená výroba a polotovary	169 156	13,5%	220 033	16,8%	204 548	13,9%	287 541	13,4%	345 492	16,4%	297 864	15,0%
3.	Výrobky	85 309	6,8%	82 798	6,3%	71 677	4,9%	68 018	3,2%	116 755	5,5%	113 141	5,7%
4.	Zvířata	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
5.	Zboží	2 856	0,2%	2 347	0,2%	479	0,0%	2 986	0,1%	3 469	0,2%	2 284	0,1%
6.	Poskytnuté zálohy na zásoby	1 700	0,1%	1 352	0,1%	1 609	0,1%	2 742	0,1%	1 829	0,1%	9 186	0,5%
<b>C.II.</b>	<b>Dlouhodobé pohledávky</b>	6 813	0,5%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
8.	Odložená daňová pohledávka	6 813	0,5%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>C.III.</b>	<b>Krátkodobé pohledávky</b>	144 376	11,5%	148 764	11,4%	159 892	10,9%	183 343	8,6%	148 826	7,0%	155 052	7,8%
1.	Pohledávky z obchodních vztahů	137 564	11,0%	143 646	11,0%	150 478	10,3%	175 797	8,2%	145 908	6,9%	146 716	7,4%
6.	Stát - daňové pohledávky	5 767	0,5%	3 870	0,3%	6 643	0,5%	4 786	0,2%	1 661	0,1%	1 746	0,1%
7.	Krátkodobé poskytnuté zálohy	1 003	0,1%	892	0,1%	1 948	0,1%	1 368	0,1%	918	0,0%	2 893	0,1%
8.	Dohadné účty aktivní	0	0,0%	317	0,0%	334	0,0%	1 221	0,1%	104	0,0%	39	0,0%
9.	Jiné pohledávky	42	0,0%	39	0,0%	489	0,0%	171	0,0%	235	0,0%	3 658	0,2%
<b>C.IV.</b>	<b>Krátkodobý finanční majetek</b>	50 321	4,0%	26 181	2,0%	44 296	3,0%	25 814	1,2%	19 295	0,9%	33 126	1,7%
1.	Peníze	282	0,0%	154	0,0%	149	0,0%	141	0,0%	124	0,0%	168	0,0%
2.	Účty v bankách	50 039	4,0%	26 027	2,0%	44 147	3,0%	25 673	1,2%	19 171	0,9%	32 958	1,7%
<b>D.</b>	<b>PŘECHODNÉ ÚČTY AKTIV</b>	33 120	2,6%	38 032	2,9%	36 112	2,5%	47 158	2,2%	44 289	2,1%	39 953	2,0%
1.	Náklady příštích období	289	0,0%	739	0,1%	697	0,0%	311	0,0%	733	0,0%	1 650	0,1%
2.	Komplexní náklady příštích období	32 801	2,6%	36 534	2,8%	34 810	2,4%	46 843	2,2%	43 550	2,1%	38 122	1,9%
3.	Příjmy příštích období	30	0,0%	759	0,1%	605	0,0%	4	0,0%	6	0,0%	181	0,0%

## Příloha č. 8/2 – Vertikální analýza rozvahy – pasiva

VERTIKÁLNÍ ANALÝZA ROZVAHY		2004		2005		2006		2007		2008		2009	
	PASIVA CELKEM	1 253 865	100,0%	1 308 863	100,0%	1 467 223	100,0%	2 137 893	100,0%	2 111 621	100,0%	1 979 339	100,0%
<b>A.</b>	<b>VLASTNÍ KAPITÁL</b>	714 806	57,0%	943 143	72,1%	954 780	65,1%	1 093 792	51,2%	1 683 861	79,7%	1 650 483	83,4%
<b>A.I.</b>	<b>Základní kapitál</b>	394 500	31,5%	543 596	41,5%	250 867	17,1%	368 355	17,2%	989 337	46,9%	989 337	50,0%
1.	Základní kapitál	394 500	31,5%	543 596	41,5%	250 867	17,1%	328 355	15,4%	989 337	46,9%	989 337	50,0%
2.	Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
3.	Změny vlastního kapitálu	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	40 000	1,9%	0	0,0%	0	0,0%
<b>A.II.</b>	<b>Kapitálové fondy</b>	267 050	21,3%	267 308	20,4%	565 789	38,6%	574 798	26,9%	552 431	26,2%	563 080	28,4%
1.	Emisní ážio	6	0,0%	6	0,0%	6	0,0%	6	0,0%	6	0,0%	6	0,0%
2.	Ostatní kapitálové fondy	304 995	24,3%	304 995	23,3%	598 183	40,8%	597 724	28,0%	597 196	28,3%	597 196	30,2%
3.	Oceňovací rozdíly z přecenění majetku a záv.	-37 951	-3,0%	-37 693	-2,9%	-32 400	-2,2%	-22 932	-1,1%	-44 771	-2,1%	-34 122	-1,7%
4.	Oceňovací rozdíly z přecenění při přeměnách	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>A.III.</b>	<b>Rezervní fondy a ostatní fondy ze zisku</b>	33 861	2,7%	35 504	2,7%	39 454	2,7%	39 454	1,8%	39 454	1,9%	39 454	2,0%
1.	Zákonný rezervní fond	31 861	2,5%	33 505	2,6%	37 454	2,6%	37 454	1,8%	37 454	1,8%	37 454	1,9%
2.	Statutární a ostatní fondy	2 000	0,2%	2 000	0,2%	2 000	0,1%	2 000	0,1%	2 000	0,1%	2 000	0,1%
<b>A.IV.</b>	<b>Hospodářský výsledek minulých let</b>	-13 484	-1,1%	17 750	1,4%	92 786	6,3%	103 979	4,9%	111 185	5,3%	102 639	5,2%
1.	Nerozdělený zisk minulých let	123 237	9,8%	154 472	11,8%	229 508	15,6%	103 979	4,9%	111 185	5,3%	102 639	5,2%
2.	Neuhrazená ztráta minulých let	-136 721	-10,9%	-136 722	-10,4%	-136 722	-9,3%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>A.V.</b>	<b>VH běžného účetního období (+/-)</b>	32 879	2,6%	78 985	6,0%	5 884	0,4%	7 206	0,3%	-8 546	-0,4%	-44 027	-2,2%
<b>B.</b>	<b>CIZÍ ZDROJE</b>	530 408	42,3%	364 589	27,9%	512 357	34,9%	1 043 678	48,8%	427 727	20,3%	328 756	16,6%
<b>B.I.</b>	<b>Rezervy</b>	8 649	0,7%	12 479	1,0%	9 123	0,6%	12 043	0,6%	12 397	0,6%	9 782	0,5%
1.	Rezervy podle zvláštních právních předpisů	450	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
2.	Rezerva na důchody a podobné závazky	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
3.	Rezerva na daň z příjmů	0	0,0%	3 836	0,3%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
4.	Ostatní rezervy	8 190	0,7%	8 643	0,7%	9 123	0,6%	12 043	0,6%	12 397	0,6%	9 782	0,5%
<b>B.II.</b>	<b>Dlouhodobé závazky</b>	162 645	13,0%	165 940	12,7%	190 828	13,0%	578 095	27,0%	16 054	0,8%	17 112	0,9%
1.	Závazky z obchodních vztahů	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
2.	Závazky k ovládanými a řízenými osobami	42 786	3,4%	41 145	3,1%	41 145	2,8%	0	0,0%	0	0,0%	4 041	0,2%
3.	Závazky k ÚJ pod podstatným vlivem	119 879	9,6%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
9.	Jiné závazky	0	0,0%	107 746	8,2%	131 342	9,0%	563 286	26,3%	0	0,0%	0	0,0%
10.	Odložený daňový závazek	0	0,0%	17 049	1,3%	18 341	1,3%	14 809	0,7%	16 054	0,8%	13 071	0,7%
<b>B.III.</b>	<b>Krátkodobé závazky</b>	350 086	27,9%	186 170	14,2%	256 338	17,5%	319 432	14,9%	248 307	11,8%	179 879	9,1%
1.	Závazky z obchodních vztahů	106 952	8,5%	93 160	7,1%	138 800	9,5%	241 989	11,3%	94 983	4,5%	67 007	3,4%
2.	Závazky k ovládaným a řízeným osobám	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	7 898	0,4%
3.	Závazky k ÚJ pod podstatným vlivem	18 554	1,5%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
4.	Závazky ke společ., člen. družstva	0	0,0%	1 854	0,1%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
5.	Závazky k zaměstnancům	26 404	2,1%	26 095	2,0%	29 068	2,0%	31 373	1,5%	34 667	1,6%	29 889	1,5%
6.	Závazky ze soc. zabezpečení a zdrav. poj.	17 997	1,4%	16 339	1,2%	15 454	1,1%	15 991	0,7%	17 472	0,8%	15 967	0,8%
7.	Stát - daňové závazky a dotace	3 104	0,2%	3 359	0,3%	2 877	0,2%	3 361	0,2%	3 249	0,2%	2 763	0,1%
8.	Krátkodobé přijaté zálohy	1 389	0,1%	719	0,1%	1 544	0,1%	954	0,0%	3 757	0,2%	13 809	0,7%
9.	Vydané dluhopisy	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
10.	Dohadné účty pasivní	10 189	0,8%	8 629	0,7%	4 271	0,3%	6 390	0,3%	2 664	0,1%	2 590	0,1%
11.	Jiné závazky	165 487	13,2%	36 015	2,8%	64 324	4,4%	19 374	0,9%	91 515	4,3%	39 956	2,0%
<b>B.IV.</b>	<b>Bankovní úvěry a výpomoci</b>	9 028	0,7%	0	0,0%	56 058	3,8%	134 138	6,3%	150 969	7,1%	121 983	6,2%
1.	Bankovní úvěry dlouhodobé	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	57 044	2,7%	43 858	2,1%	52 380	2,6%
2.	Krátkodobé bankovní úvěry	9 028	0,7%	0	0,0%	56 058	3,8%	77 064	3,6%	107 111	5,1%	69 603	3,5%
3.	Krátkodobé finanční výpomoci	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
<b>C.</b>	<b>PŘECHODNÉ ÚČTY PASIV</b>	8 651	0,7%	1 131	0,1%	96	0,0%	423	0,0%	33	0,0%	100	0,0%
1.	Výdaje příštích období	11	0,0%	11	0,0%	95	0,0%	39	0,0%	33	0,0%	100	0,0%
2.	Výnosy příštích období	8 640	0,7%	1 120	0,1%	1	0,0%	384	0,0%	0	0,0%	0	0,0%

## Příloha č. 9 – Horizontální analýza výkazu zisku a ztráty

HORIZONTÁLNÍ ANALÝZA VZZ		2004-2005		2005-2006		2006-2007		2007-2008		2008-2009	
I.	<b>Tržby za prodej zboží</b>	-39,15%	-3 727	-18,21%	-1 055	-12,70%	-602	751,32%	31 082	-62,55%	-22 031
A.	Náklady vynaložené na prodané zboží	-27,39%	-1 242	13,09%	431	-85,41%	-3 180	2012,89%	10 930	-50,73%	-5 820
+	<b>OBCHODNÍ MARŽE</b>	<b>-49,83%</b>	<b>-2 485</b>	<b>-59,39%</b>	<b>-1 486</b>	<b>253,74%</b>	<b>2 578</b>	<b>560,71%</b>	<b>20 152</b>	<b>-68,27%</b>	<b>-16 211</b>
II.	<b>Výkony</b>	12,98%	154 969	-2,98%	-40 186	12,64%	165 440	-4,94%	-72 788	-17,95%	-251 518
1.	Tržby za prodej výrobků a služeb	10,85%	126 592	-0,80%	-10 325	9,95%	127 685	-10,70%	-150 890	-7,54%	-94 976
2.	Změna stavu zásob vlastní výroby	536,54%	16 284	-233,28%	-45 067	-181,44%	46 718	315,91%	66 247	-143,66%	-125 299
3.	Aktivace	49,82%	12 093	41,82%	15 206	-17,38%	-8 963	27,82%	11 855	-57,37%	-31 243
B.	<b>Výkonová spotřeba</b>	19,94%	113 208	-3,67%	-25 013	17,23%	113 007	-16,33%	-125 566	-24,99%	-160 769
1.	Spotřeba materiálu a energie	28,32%	116 217	-6,63%	-34 908	25,71%	126 444	-11,06%	-68 385	-26,43%	-145 329
2.	Služby	-1,91%	-3 009	6,41%	9 895	-8,19%	-13 437	-37,94%	-57 181	-16,51%	-15 440
+	<b>PŘIDANÁ HODNOTA</b>	<b>6,22%</b>	<b>39 276</b>	<b>-2,48%</b>	<b>-16 659</b>	<b>8,41%</b>	<b>55 011</b>	<b>10,29%</b>	<b>72 930</b>	<b>-13,68%</b>	<b>-106 960</b>
C.	<b>Osobní náklady</b>	8,03%	39 795	8,71%	46 626	12,85%	74 739	4,18%	27 453	-13,06%	-89 298
1.	Mzdové náklady	7,70%	27 682	8,37%	32 431	12,90%	54 160	4,60%	21 815	-10,65%	-52 780
2.	Odměny členům orgánů společnosti a družstva	-90,94%	-542	-100,00%	-54	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
3.	Náklady na soc. zabezpečení a zdrav. pojištění	8,62%	10 784	7,96%	10 813	12,97%	19 029	3,90%	6 462	-19,37%	-33 353
4.	Sociální náklady	18,92%	1 871	29,22%	3 436	10,20%	1 550	-4,92%	-824	-19,88%	-3 165
D.	Daně a poplatky	-40,03%	-901	-2,74%	-37	15,31%	201	9,97%	151	-16,10%	-268
E.	Odpisy dl. nehmotného a hmotného majetku	-4,08%	-2 624	2,78%	1 714	2,25%	1 428	60,00%	38 935	-3,10%	-3 215
III.	<b>Tržby z prodeje dlouhodobého majetku a materiálu</b>	32,52%	2 058	68,59%	5 752	167,93%	23 742	-61,61%	-23 339	-45,10%	-6 558
1.	Tržby z prodeje dlouhodobého majetku	31,42%	241	-96,53%	-973	5511,43%	1 929	-78,87%	-1 549	776,14%	3 221
2.	Tržby z prodeje materiálu	32,67%	1 817	91,15%	6 725	154,67%	21 813	-60,67%	-21 790	-69,23%	-9 779
F.	<b>Zůstatková cena prodaného dl. majetku a materiálu</b>	-17,64%	-2 134	25,58%	2 549	9,69%	1 212	-41,57%	-5 706	-60,02%	-4 813
1.	Zůstatková cena prodaného dlouhodobého majetku	87,11%	777	-98,62%	-1 646	7365,22%	1 694	-100,00%	-1 717	0,00%	1 276
2.	Prodaný materiál	-25,98%	-2 911	50,57%	4 195	-3,86%	-482	-33,22%	-3 989	-75,93%	-6 089
G.	Změna stavu rezerv a opr. pol. v provozní oblasti	-271,71%	-24 981	-82,58%	13 037	-32,07%	882	599,57%	-11 200	-298,02%	38 945
IV.	<b>Ostatní provozní výnosy</b>	45,63%	6 929	-29,10%	-6 436	-41,98%	-6 582	147,61%	13 428	-36,66%	-8 257
H.	<b>Ostatní provozní náklady</b>	70,48%	11 454	-33,13%	-9 180	-17,39%	-3 221	250,74%	38 374	-90,00%	-48 309
V.	Převod provozních výnosů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
I.	Převod provozních nákladů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
*	<b>PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>51,70%</b>	<b>27 654</b>	<b>-88,79%</b>	<b>-72 052</b>	<b>-33,75%</b>	<b>-3 070</b>	<b>-414,74%</b>	<b>-24 988</b>	<b>-78,14%</b>	<b>-14 817</b>
VI.	<b>Tržby z prodeje cenných papírů a podílů</b>	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	39 930	-100,00%	-39 930
J.	Prodané cenné papíry a podíly	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	25	-100,00%	-25
VII.	<b>Výnosy z dlouhodobého finančního majetku</b>	71,01%	49	-100,00%	-118	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
1.	Výnosy z podílů v ovládaných a řízených osobách	71,01%	49	-100,00%	-118	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2.	Výnosy z ostatních dl.cenných papírů a podílů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
3.	Výnosy z ostatního dl. finančního majetku	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
VIII.	<b>Výnosy z krátkodobého finančního majetku</b>	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
K.	Náklady z finančního majetku	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
IX.	<b>Výnosy z přecenění cenných papírů a derivátů</b>	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
L.	Náklady z přecenění cenných papírů derivátů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
M.	Změna stavu rezerv a opr. pol. ve finanční oblasti	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
X.	Výnosové úroky	-53,28%	-65	607,02%	346	-8,19%	-33	151,35%	560	-97,10%	-903
N.	Nákladové úroky	-1,81%	-99	13,68%	734	162,43%	9 910	-2,64%	-422	-68,17%	-10 627
XI.	<b>Ostatní finanční výnosy</b>	8,92%	2 212	29,87%	8 068	105,23%	36 912	184,98%	133 165	-65,98%	-135 369
O.	<b>Ostatní finanční náklady</b>	-10,46%	-3 077	26,18%	6 898	60,59%	20 144	309,61%	165 306	-64,30%	-140 616
XII.	Převod finančních výnosů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
P.	Převod finančních nákladů	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
*	<b>FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>-54,25%</b>	<b>5 372</b>	<b>-14,65%</b>	<b>664</b>	<b>-176,49%</b>	<b>6 825</b>	<b>295,67%</b>	<b>8 746</b>	<b>-213,04%</b>	<b>-24 934</b>
Q.	<b>Daň z příjmů za běžnou činnost</b>	159,06%	17 037	-102,36%	-28 404	-370,88%	2 433	-27,57%	-490	-331,78%	-4 270
1.	-splatná	0,00%	3 886	-150,13%	-5 834	-100,00%	1 948	0,00%	42	-100,00%	-42
2.	-odložená	122,78%	13 151	-94,59%	-22 570	37,54%	485	-29,94%	-532	-339,60%	-4 228
**	<b>VH ZA BĚŽNOU ČINNOST</b>	<b>48,63%</b>	<b>15 989</b>	<b>-87,96%</b>	<b>-42 984</b>	<b>22,47%</b>	<b>1 322</b>	<b>-218,60%</b>	<b>-15 752</b>	<b>415,18%</b>	<b>-35 481</b>
XIII.	Mimořádné výnosy	0,00%	30 117	-100,00%	-30 117	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
R.	Mimořádné náklady	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
S.	<b>Daň z příjmů z mimořádné činnosti</b>	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
1.	-splatná	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
2.	-odložená	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
*	<b>MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>0,00%</b>	<b>30 117</b>	<b>-100,00%</b>	<b>-30 117</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>	<b>0,00%</b>	<b>0</b>
T.	Převod podílu na výsledku hospodaření společníkům	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0	0,00%	0
***	<b>Výsledek hospodaření za účetní období</b>	<b>140,23%</b>	<b>46 106</b>	<b>-92,55%</b>	<b>-73 101</b>	<b>22,47%</b>	<b>1 322</b>	<b>-218,60%</b>	<b>-15 752</b>	<b>415,18%</b>	<b>-35 481</b>
****	<b>Výsledek hospodaření před zdaněním</b>	<b>144,86%</b>	<b>63 143</b>	<b>-95,10%</b>	<b>-101 505</b>	<b>71,82%</b>	<b>3 755</b>	<b>-180,81%</b>	<b>-16 242</b>	<b>547,61%</b>	<b>-39 751</b>

**Příloha č. 10 – Plán výkazu zisku a ztrát**

	2010	2011	2012	2013	2014
I. Tržby za prodej zboží	0	0	0	0	0
A. Náklady vynaložené na prodané zboží	0	0	0	0	0
<b>+ OBCHODNÍ MARŽE</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>II. VÝKONY</b>	<b>1 609 765</b>	<b>1 980 011</b>	<b>2 237 412</b>	<b>2 304 534</b>	<b>2 373 670</b>
1. Tržby za prodej vlastních výrobků a služeb	1 578 651	1 941 741	2 194 167	2 259 992	2 327 792
2. Změna stavu zásob vlastní činnosti	0	0	0	0	0
3. Aktivace	31 113	38 270	43 245	44 542	45 878
<b>B. VÝKONOVÁ SPOTŘEBA</b>	<b>788 854</b>	<b>976 703</b>	<b>1 106 171</b>	<b>1 129 927</b>	<b>1 154 208</b>
1. Spotřeba materiálu a energie	668 400	832 158	942 835	961 692	980 926
2. Služby	120 454	144 545	163 336	168 236	173 283
<b>+ PŘIDANÁ HODNOTA</b>	<b>820 911</b>	<b>1 003 308</b>	<b>1 131 241</b>	<b>1 174 607</b>	<b>1 219 462</b>
<b>C. OSOBNÍ NÁKLADY</b>	<b>661 624</b>	<b>727 385</b>	<b>821 945</b>	<b>846 603</b>	<b>872 002</b>
1. Mzdové náklady	483 719	532 322	600 141	618 145	636 690
2. Odměny členům orgánů společnosti a družstva	0	0	0	0	0
3. Náklady na sociální zabezpečení a zdravotní pojištění	163 868	180 668	204 048	210 169	216 475
4. Sociální náklady	14 037	14 395	16 324	16 814	17 318
<b>D. Daně a poplatky</b>	<b>1 425</b>	<b>1 453</b>	<b>1 483</b>	<b>1 512</b>	<b>1 542</b>
<b>E. Odpisy dlouhodobého nehmotného a hmotného majetku</b>	<b>115 345</b>	<b>120 481</b>	<b>133 981</b>	<b>144 443</b>	<b>155 590</b>
<b>IV. Ostatní provozní výnosy</b>	<b>19 119</b>	<b>23 517</b>	<b>26 574</b>	<b>27 371</b>	<b>28 192</b>
<b>H. Ostatní provozní náklady</b>	<b>7 194</b>	<b>8 849</b>	<b>10 000</b>	<b>10 300</b>	<b>10 609</b>
<b>* PROVOZNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>54 442</b>	<b>168 655</b>	<b>190 407</b>	<b>199 120</b>	<b>207 912</b>
X. Výnosové úroky	0	0	0	0	0
N. Nákladové úroky	6 649	8 178	9 242	9 519	9 804
XI. Ostatní finanční výnosy	71 182	72 605	74 057	75 539	77 049
O. Ostatní finanční náklady	79 643	74 057	75 539	77 049	78 590
<b>* FINANČNÍ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>-15 107</b>	<b>-9 630</b>	<b>-10 723</b>	<b>-11 030</b>	<b>-11 345</b>
<b>Q. DAŇ Z PŘÍJMŮ ZA BĚŽNOU ČINNOST</b>	<b>7 474</b>	<b>30 215</b>	<b>34 140</b>	<b>35 737</b>	<b>37 348</b>
<b>** VÝSLEDEK HOSP. ZA BĚŽNOU ČINNOST</b>	<b>31 861</b>	<b>128 810</b>	<b>145 544</b>	<b>152 353</b>	<b>159 219</b>
XIII. Mimořádné výnosy	0	0	0	0	0
R. Mimořádné náklady	0	0	0	0	0
<b>S. DAŇ Z PŘÍJMŮ Z MIMOŘÁDNÉ ČINNOSTI</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
<b>* MIMOŘÁDNÝ VÝSLEDEK HOSPODAŘENÍ</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
T. Převod podílu na VH společníkům (+/-)	0	0	0	0	0
<b>*** VÝSLEDEK HOSP. ZA ÚČETNÍ OBDOBÍ</b>	<b>31 861</b>	<b>128 810</b>	<b>145 544</b>	<b>152 353</b>	<b>159 219</b>
<b>VÝSLEDEK HOSP. PŘED ZDANĚNÍM</b>	<b>39 335</b>	<b>159 025</b>	<b>179 684</b>	<b>188 090</b>	<b>196 566</b>



**Příloha č. 11 – Plán rozvahy**

	2010	2011	2012	2013	2014
<b>A K T I V A C E L K E M</b>	<b>2 241 208</b>	<b>2 381 644</b>	<b>2 585 868</b>	<b>2 756 240</b>	<b>2 937 274</b>
A. Pohledávky za upsaný vlastní kapitál	0	0	0	0	0
<b>B. DLOUHODOBÝ MAJETEK</b>	<b>1 291 355</b>	<b>1 377 328</b>	<b>1 527 327</b>	<b>1 643 568</b>	<b>1 767 425</b>
<b>B.I. DLOUHODOBÝ NEHMOTNÝ MAJETEK</b>	<b>1 528</b>	<b>1 528</b>	<b>1 528</b>	<b>1 528</b>	<b>1 528</b>
<b>B.II. DLOUHODOBÝ HMOTNÝ MAJETEK</b>	<b>1 280 082</b>	<b>1 337 153</b>	<b>1 487 152</b>	<b>1 603 393</b>	<b>1 727 250</b>
<b>B.III. DLOUHODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK</b>	<b>9 745</b>	<b>38 647</b>	<b>38 647</b>	<b>38 647</b>	<b>38 647</b>
<b>C. OBĚŽNÁ AKTIVA</b>	<b>909 101</b>	<b>962 748</b>	<b>1 016 142</b>	<b>1 069 426</b>	<b>1 125 738</b>
<b>C.I. ZÁSoby</b>	<b>722 662</b>	<b>766 022</b>	<b>811 983</b>	<b>860 702</b>	<b>912 345</b>
<b>C.II. DLOUHODOBÉ POHLEDÁVKY</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>	<b>0</b>
1. Pohledávky z obchodních vztahů	0	0	0	0	0
7. Jiné pohledávky	0	0	0	0	0
<b>C.III. KRÁTKODOBÉ POHLEDÁVKY</b>	<b>150 000</b>	<b>153 000</b>	<b>156 060</b>	<b>159 181</b>	<b>162 365</b>
1. Pohledávky z obchodních vztahů	150 000	153 000	156 060	159 181	162 365
<b>C.IV. KRÁTKODOBÝ FINANČNÍ MAJETEK</b>	<b>36 439</b>	<b>43 726</b>	<b>48 099</b>	<b>49 542</b>	<b>51 028</b>
<b>D. OSTATNÍ AKTIVA - PŘECHODNÉ ÚČTY AKTIV</b>	<b>40 752</b>	<b>41 567</b>	<b>42 398</b>	<b>43 246</b>	<b>44 111</b>
<b>P A S I V A C E L K E M</b>	<b>2 241 208</b>	<b>2 381 644</b>	<b>2 585 868</b>	<b>2 756 241</b>	<b>2 937 274</b>
<b>A. VLASTNÍ KAPITÁL</b>	<b>1 720 405</b>	<b>1 853 556</b>	<b>1 916 755</b>	<b>2 071 898</b>	<b>2 236 893</b>
<b>A.I. ZÁKLADNÍ KAPITÁL</b>	<b>989 337</b>	<b>989 337</b>	<b>989 337</b>	<b>989 337</b>	<b>989 337</b>
1. Základní kapitál	989 337	989 337	989 337	989 337	989 337
2. Vlastní akcie a vlastní obchodní podíly (-)	0	0	0	0	0
<b>A.II. KAPITÁLOVÉ FONDY</b>	<b>597 196</b>	<b>597 196</b>	<b>597 196</b>	<b>597 196</b>	<b>597 196</b>
<b>A.III. REZERVNÍ F., OSTATNÍ F. ZE ZISKU</b>	<b>43 399</b>	<b>47 739</b>	<b>52 513</b>	<b>57 765</b>	<b>63 541</b>
<b>A.IV. VÝSLEDEK HOSPODAŘ. MINULÝCH LET</b>	<b>58 612</b>	<b>90 473</b>	<b>132 164</b>	<b>275 247</b>	<b>427 601</b>
1. Nerozdělený zisk minulých let	58 612	90 473	132 164	275 247	427 601
2. Neuhrazená ztráta minulých let (-)	0	0	0	0	0
<b>A.V. VH BĚŽNÉHO ÚČETNÍHO OBDOBÍ /+ -/</b>	<b>31 861</b>	<b>128 810</b>	<b>145 544</b>	<b>152 353</b>	<b>159 219</b>
<b>B. CIZÍ ZDROJE</b>	<b>480 647</b>	<b>481 818</b>	<b>620 530</b>	<b>633 329</b>	<b>646 816</b>
<b>B.I. REZERVY</b>	<b>10 760</b>	<b>11 836</b>	<b>13 020</b>	<b>14 322</b>	<b>15 754</b>
<b>B.II. DLOUHODOBÉ ZÁVAZKY</b>	<b>14 378</b>	<b>15 816</b>	<b>17 398</b>	<b>19 137</b>	<b>21 051</b>
<b>B.III. KRÁTKODOBÉ ZÁVAZKY</b>	<b>233 525</b>	<b>243 772</b>	<b>255 079</b>	<b>264 837</b>	<b>274 978</b>
1. Závazky z obchodních vztahů	90 000	93 600	97 344	101 238	105 287
5. Závazky vůči zaměstnancům	30 000	31 200	32 448	33 746	35 096
6. Závazky ze soc. zabezpečení a zdravotního pojištění	18 025	19 873	22 445	23 119	23 812
7. Stát - daňové závazky a dotace	5 526	5 526	5 526	5 526	5 526
11. Jiné závazky	89 974	93 573	97 316	101 209	105 257
<b>B.IV. BANKOVNÍ ÚVĚRY A VÝPOMOCI</b>	<b>221 983</b>	<b>210 393</b>	<b>335 033</b>	<b>335 033</b>	<b>335 033</b>
1. Bankovní úvěry dlouhodobé	221 983	210 393	335 033	335 033	335 033
2. Krátkodobé bankovní úvěry	0	0	0	0	0
<b>C. OSTATNÍ PASIVA - PŘECHODNÉ ÚČTY PASIV</b>	<b>40 156</b>	<b>46 271</b>	<b>48 584</b>	<b>51 014</b>	<b>53 564</b>